

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/78658>

Please be advised that this information was generated on 2018-07-08 and may be subject to change.

SCHADE DOOR MISLEIDING OP DE EFFECTENMARKT

SERIE VANWEGE HET
VAN DER HEIJDEN INSTITUUT TE NIJMEGEN
ONDER LEIDING VAN
PROF. MR. G. VAN SOLINGE
PROF. MR. M. VAN OLFFEN
PROF. MR. M.P. NIEUWE WEME

DEEL 103

SCHADE DOOR MISLEIDING OP DE EFFECTENMARKT

Een onderzoek naar de vereisten van causaal verband en
schade bij schadevergoedingsacties van beleggers
wegens misleiding door beursvennootschappen, met
beschouwingen over Amerikaans recht

Een wetenschappelijke proeve op het gebied van de Rechtsgeleerdheid

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Radboud Universiteit Nijmegen
op gezag van de rector magnificus prof. mr. S.C.J.J. Kortmann
volgens besluit van het college van decanen
in het openbaar te verdedigen op woensdag 2 juni 2010,
om 15.30 uur precies

door

Bas Jan de Jong
geboren op 14 mei 1980
te Dordrecht

Deventer: Kluwer 2010

Promotor: prof. mr. G. van Solinge

Manuscriptcommissie:

Mr. J.M. Blanco Fernández

Prof. mr. A.S. Hartkamp

Prof. mr. M.P. Nieuwe Weme

Prof. mr. C.E. du Perron, Universiteit van Amsterdam

Prof. mr. C.H. Sieburgh

ISBN 978-90-13-07212-9

NUR 827-715

© 2010, B.J. de Jong, Nijmegen

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande toestemming van de uitgever worden verveelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voorzover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet 1912 jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht Hoofddorp (Postbus 3051, 2130 KB).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor de gevolgen hiervan.

Kluwer Bv legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien U hier bezwaar tegen heeft, kunt U contact met ons opnemen.

Op al onze aanbiedingen en overeenkomsten zijn van toepassing de Algemene Voorwaarden van Kluwer B.V., gedeponneerd ter griffie van de Rechtbank te Amsterdam op 6 januari 2003 onder depotnummer 3/2003. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl of opvragen via telefoonnummer 0570-67 34 49.

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	IX
------------------	----

Hoofdstuk 1. Inleiding

1.1	Aanleiding voor het onderzoek	1
1.2	Doelstelling van het onderzoek	4
1.3	Afbakening van het onderzoek	5
1.4	Positionering ten opzichte van eerder onderzoek	7
1.5	Onderzoeksopzet	8

Hoofdstuk 2. Introductie Nederlands aansprakelijkheidsrecht

2.1	Informatieverschaffing aan de effectenmarkt	11
2.1.1	Indeling informatieverplichtingen	11
2.1.2	Initiële informatieplicht	11
2.1.3	Doorlopende informatieverplichtingen na toelating tot de handel	13
2.2	Gronden van buitencontractuele aansprakelijkheid	15
2.3	Onrechtmatigheid	16
2.3.1	Inleiding	16
2.3.2	Aansprakelijkheid wegens een misleidend prospectus	17
2.3.3	Aansprakelijkheid wegens misleidende periodieke verslagen	25
2.3.4	Aansprakelijkheid wegens schending ad-hocinformatieverplichtingen	29
2.4	Toerekenbaarheid	34
2.4.1	Inleiding	34
2.4.2	Aansprakelijkheid wegens een misleidend prospectus	35
2.4.3	Aansprakelijkheid wegens misleidende periodieke verslagen	35
2.4.4	Aansprakelijkheid wegens schending ad-hocinformatieverplichtingen	37
2.5	Schade, causaal verband en vermindering van de vergoedingsplicht	37
2.5.1	Inleiding	37
2.5.2	Schade	37
2.5.3	Oorzakelijk verband	43
2.5.4	Vermindering van de schadevergoeding	56
2.6	Relativiteit	61
2.6.1	Inleiding	61
2.6.2	Aansprakelijkheid wegens een misleidend prospectus	63

2.6.3	Aansprakelijkheid wegens misleidende periodieke verslagen	64
2.6.4	Aansprakelijkheid wegens schending ad-hocinformatieverplichtingen	66
2.6.5	Bijzondere gevallen: short sellers en beleggers in afgeleide instrumenten	69
2.7	Processuele mogelijkheden tot collectieve afwikkeling	71
2.7.1	Collectieve acties	71
2.7.2	Collectieve schikkingen (Wet collectieve afwikkeling massaschade)	76
2.7.3	Naar een regeling van collectief schadeverhaal?	82

Hoofdstuk 3. Introductie Amerikaans aansprakelijkheidsrecht

3.1	Informatieverschaffing aan de effectenmarkt	85
3.2	De bijzondere aansprakelijkheid wegens een misleidend registration statement of prospectus (Securities Act 1933)	87
3.2.1	Inleiding	87
3.2.2	Misleidend registration statement (s.11 Securities Act 1933)	87
3.2.3	Misleidend prospectus (s.12(a)(2) Securities Act 1933)	91
3.2.4	Private Securities Litigation Reform Act of 1995	93
3.3	Algemene aansprakelijkheid wegens misleidende berichtgeving (Securities Exchange Act 1934 en SEC Rule 10b-5)	94
3.3.1	Inleiding	94
3.3.2	De vereisten voor aansprakelijkheid onder SEC rule 10b-5	96
3.3.3	Private Securities Litigation Reform Act of 1995	101
3.4	De relatie tussen de verschillende aansprakelijkheidsgrondslagen	103
3.5	Class actions	105
3.5.1	Algemene bepalingen in de Federal Rules of Civil Procedure	105
3.5.2	Bijzondere bepalingen voor securities class actions	108

Hoofdstuk 4. Koersgerelateerde schade

4.1	Inleiding	111
4.2	Prijsvorming en marktefficiëntie	112
4.2.1	Inleiding	112
4.2.2	De efficiënte markthypothese (EMH)	112
4.2.3	Kritiek op de EMH	115
4.2.4	Verfijningen; fundamentele en informationele efficiëntie	116
4.3	Een onzuivere beurskoers	117
4.4	Schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding	119
4.4.1	Aankoop na een misleidend positieve voorstelling van zaken	119
4.4.2	Verkoop na een misleidend negatieve voorstelling van zaken	148
4.4.3	Implicaties van marktinefficiënties	153

4.5	Juridisch causaal verband; schadevaststelling	154
4.5.1	Inleiding	154
4.5.2	Afgaan/vertrouwen op de misleidende berichtgeving	154
4.5.3	Schadevaststelling en omvang toerekenbare schade bij aankoop na een misleidend positieve voorstelling van zaken	175
4.5.4	Schadevaststelling en omvang toerekenbare schade bij verkoop na een misleidend negatieve voorstelling van zaken	206
4.6	Vermindering van de schadevergoeding	217
4.6.1	Inleiding	217
4.6.2	Eigen schuld aan het ontstaan van de schade	218
4.6.3	Schadebeperkingsplicht	225
4.6.4	Matiging	228

Hoofdstuk 5. Het bewijs van koersgerelateerde schade

5.1	Inleiding	231
5.2	Het bewijs van de onzuiverheid van de beurskoers	231
5.2.1	De efficiëntie van de markt	231
5.2.2	Werkelijke prijslijn en hypothetische prijslijn	238
5.2.3	Het construeren van de hypothetische prijslijn; event-study	239
5.3	De procespositie van de belegger	253
5.3.1	Inleiding	253
5.3.2	Transactiecausaliteit	254
5.3.3	Het intreden van (rechtens vergoedbare) vermogensschade	286
5.3.4	De omvang van de schade	290
5.4	De procespositie van de verweerder	300
5.4.1	Verweermogelijkheden	300
5.4.2	Betwisting van het csqn-verband en de schade(omvang)	301
5.4.3	Niet-toerekenbaarheid van de schade	304
5.4.4	Vermindering van de schadevergoeding	306
5.5	Verwijzing naar een schadestaatprocedure	308
5.5.1	Inleiding	308
5.5.2	Wanneer is de mogelijkheid van schade aannemelijk?	308

Hoofdstuk 6. De collectieve afwikkeling van massaschade

6.1	Inleiding	315
6.2	Causaliteit en schade bij gebundelde zelfstandige vorderingen	316
6.2.1	De Baan-zaak	316
6.2.2	Grenzen aan de mogelijkheden tot collectieve afwikkeling	317
6.3	Causaliteit en schade bij collectieve acties (art. 3:305a BW)	319
6.3.1	Gelijksoortigheid van belangen	319
6.3.2	Belang bij de vordering (art. 3:303 BW)	320

6.3.3	Het vaststellen van de onzuiverheid in de beurskoers	322
6.4	Causaliteit en schade bij collectieve schikkingen	325
6.4.1	Inleiding	325
6.4.2	Omvang van de geaggregeerde schade	326
6.4.3	De verdeelsleutel	336
6.5	Causaliteit en schade bij collectief schadeverhaal	346
6.5.1	Inleiding	346
6.5.2	Transactiecausaliteit	349
6.5.3	Het intreden van (rechtens vergoedbare) vermogensschade	354
6.5.4	Schadeomvang	359
6.5.5	De wenselijkheid van collectief schadeverhaal	369

Hoofdstuk 7. Conclusies

7.1	Onderzoeksvragen	379
7.2	Causaal verband en schadeposten	379
7.3	Koersgerelateerde schade	380
7.3.1	Vermogensvergelijkingsmethode	380
7.3.2	De schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding	381
7.3.3	Juridisch causaal verband; schadevaststelling	383
7.3.4	Vermindering van de vergoedingsplicht	385
7.4	Het bewijs van koersgerelateerde schade	387
7.4.1	Marktefficiëntie	387
7.4.2	Werkelijke prijslijn en hypothetische prijslijn	387
7.4.3	De procespositie van de belegger en de verweerder	388
7.5	Collectieve afwikkeling van massaschade	392
7.5.1	Bundeling van zelfstandige vorderingen	392
7.5.2	Collectieve acties	393
7.5.3	Collectieve schikkingen	393
7.5.4	Collectief schadeverhaal	395

Summary	399
----------------	-----

Bijlage

Regelgeving	414
-------------	-----

Registers

Jurisprudentie	428
Aangehaalde literatuur	435
Afkortingen, terminologie	449
Trefwoorden	453

Curriculum vitae	457
-------------------------	-----

VOORWOORD

Op 2 juni 2010 promoveerde mr. drs. B.J. de Jong aan de Radboud Universiteit Nijmegen op zijn studie naar schade door misleiding op de effectenmarkt. Zijn promotor was prof. mr. G. van Solinge. De studie verschijnt hierbij als deel 103 van de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut.

Het onderwerp dat De Jong behandelt, is actueel en belangrijk. De afgelopen jaren heeft zich herhaaldelijk de situatie voorgedaan waarin beleggers schadevergoeding vorderen in verband met beweerdelijk misleidende berichtgeving van beursgenoteerde effectenuitgevende instellingen. Een van de meest bekende voorbeelden is de mislukte beursgang van World Online in 2000, die heeft geleid tot een slepende procedure tot aan de Hoge Raad. Problematisch is vaak de beantwoording van de vraag of en in welke omvang beleggers schade hebben geleden als gevolg van de misleiding. De Jong heeft pionierende arbeid verricht bij het analyseren van de feitelijk-economische en juridische vragen die in dit verband opkomen. Mede door de rechtsvergelijkende en multidisciplinaire invalshoek is zijn studie een belangrijke aanwinst.

Het onderzoek vangt aan met een beknopte weergave van het geldende Nederlandse en Amerikaanse recht ter zake van de aansprakelijkheid wegens misleiding door uitgevende instellingen. De Jong hanteert een ruim begrip misleiding. Daaronder valt een misleidend prospectus, misleidende periodieke verslagen, misleidende ad-hocinformatie, alsmede niet-naleving van de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.

Na de inleidende beschouwingen wordt uitvoerig ingegaan op de vraag welke vermogensschade voor een belegger *feitelijk* voortvloeit uit een misleidende voorstelling van zaken. De Jong beschrijft eerst op welke wijze misleiding een onzuivere beurskoers tot gevolg kan hebben, en vervolgens hoe de onzuiverheid van de koers grafisch inzichtelijk kan worden gemaakt. Daarna wordt geanalyseerd welke vermogensschade een belegger lijdt door vergelijking van diens actuele vermogens-toestand, met de vermogenstoestand zoals die zonder de misleiding zou zijn geworden. Interessant hierbij is dat De Jong diverse ‘gevalstypen’ onderscheidt aan de hand van grafische illustraties, getallenvoorbeelden en formules. Nadat op deze manier de feitelijke schade is geïdentificeerd, wordt aandacht besteed aan de vraag welke schade *rechtens* voor vergoeding in aanmerking komt. In dit verband gaat De Jong onder meer in op de vraag hoe direct een belegger op de misleidende berichtgeving af moet zijn gegaan, hoe algemene beleggingsrisico’s van invloed zijn op de omvang van de vergoedingsplicht en of een belegger eigen schuld kan hebben aan zijn schade. De Jong is vanuit beleggersperspectief enerzijds liberaal omdat een

zeer indirecte vorm van ‘afgaan’ op informatie naar zijn oordeel voldoende kan zijn voor een aanspraak op schadevergoeding, maar anderzijds conservatief omdat hij de rechtens vergoedbare schadeomvang op diverse manieren begrenst.

De studie vervolgt met een grondige analyse van de vele bewijsrechtelijke complicaties die zich voordoen bij beantwoording van de vraag of en in welke omvang een belegger schade heeft geleden als gevolg van een misleidende voorstelling van zaken. Interessant hierbij is de behandeling van de wijze waarop de onzuiverheid in de koers inzichtelijk kan worden gemaakt met behulp van economische en econometrische technieken. De Jong besteedt ook uitgebreid aandacht aan de procespositie van de belegger en de verwerende partij(en). Op de belegger rust in beginsel de bewijslast ter zake van het causaal verband en de schade(omvang). Bij de analyse van de procesposities wordt steeds onderscheiden tussen de mogelijke wijzen waarop de belegger zijn vordering processueel kan inkleden ter zake van het causaal verband en de schade. Ook gaat De Jong in op de verschillende manieren waarop de bewijslast kan worden verlicht, met het oog op een effectieve bescherming van beleggers. Wat betreft de schadebegroting wordt onder meer onderzocht of een wettelijke maatstaf gewenst zou kunnen zijn. Ten slotte wordt geanalyseerd onder welke voorwaarden de rechter in misleidingszaken kan overgaan tot verwijzing naar een schadestaatprocedure.

In het laatste deel van het onderzoek wordt de vraag beantwoord in hoeverre misleidingszaken zich naar huidig recht lenen voor collectieve afwikkeling. Misleiding op de effectenmarkt resulteert namelijk doorgaans in massaschade. Interessant is De Jongs genuanceerde beantwoording van de vraag of een belangenorganisatie in een collectieve actie kan vorderen dat de rechter voor iedere dag van het tijdvak van de misleiding de onzuiverheid van de beurskoers vaststelt. Hij laat ook zien hoe met het oog op een collectieve schikking de totale schade van beleggers kan worden geschat. De studie gaat ten slotte in op de vraag hoe een collectieve actie waarschijnlijk zou verlopen indien een belangenorganisatie daarin schadevergoeding ten behoeve van beleggers zou kunnen vorderen. Dit is naar huidig recht niet toegestaan (art. 3:305a lid 3 BW). De Jong verwacht niet dat opheffing van het verbod op collectief schadeverhaal zal leiden tot een grote welvaartswinst in misleidingszaken.

Met veel genoegen nemen wij dit boek in onze Serie op. De studie combineert op heldere wijze een analyse van complexe feitelijk-economische en juridische vraagstukken. Wij verwachten dat het boek voor rechtswetenschappers, praktijkjuristen en beleidsmakers een waardevolle en gezaghebbende informatiebron zal zijn.

G. van Solinge

M. van Olffen

M.P. Nieuwe Weme

Hoofdstuk 1

INLEIDING

1.1 Aanleiding voor het onderzoek

De afgelopen jaren hebben zich herhaaldelijk situaties voorgedaan waarin beleggers schade (stellen te) hebben geleden, als gevolg van misleidende berichtgeving door beursgenoteerde effectenuitgevende instellingen. Voor Nederland kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de acties inzake World Online¹, Ahold², Unilever³, Shell⁴ en Fortis⁵. Aansprakelijkheidsclaims wegens misleiding worden niet alleen ingesteld indien persberichten of andere stukken van een uitgevende instelling misleidend zijn, maar tevens als koersgevoelige informatie niet tijdig openbaar gemaakt is. Voor beursvennootschappen geldt namelijk een wettelijke verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen (art. 5:25i Wft). Wordt dit nagelaten, dan handelt de beursvennootschap in beginsel onrechtmatig, wat kan leiden tot schadeclaims van beleggers(organisaties). Voorbeelden hiervan zijn de acties van de VEB tegen Vedior⁶ en Numico⁷.

Beleggers zullen veelal hun schade willen verhalen op de uitgevende instelling en/of haar functionarissen, de begeleidende bank(en) en de accountant(s).⁸ Deze personen zullen in de voorstelling van beleggers in meer of mindere mate verantwoordelijk zijn voor de ontstane schade. Grondslagen voor aansprakelijkheid zijn de algemene onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), de regeling inzake misleidende handelspraktijken (art. 6:193a-193j BW), misleidende reclame (art. 6:194-195 BW),

1 Zie HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

2 Zie *In re Royal Ahold N.V. Securities & Erisa Litigation*, 437 F.Supp.2d 467 (D.Md., 2006) voor de schikking die uiteindelijk is getroffen.

3 Zie www.veb.net alsmede www.prefcompensatie.nl.

4 Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten; *Ondernemingsrecht* 2009, p. 465–472 met commentaar B.J. de Jong (Shell).

5 Zie www.veb.net; Rb. Amsterdam 17 september 2009, LJN: BJ7905.

6 Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijs; *Ondernemingsrecht* 2009, p. 700–704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior).

7 Zie www.veb.net, alsmede www.numico.nl. Zie voor de feitelijke achtergronden voorts V.zr. Rb. Rotterdam 3 september 2008, JOR 2008/274 m.nt. G.T.J. Hoff (Danone Baby and Medical Nutrition BV/AFM).

8 Denkbaar is dat ook tegen andere partijen, zoals de AFM, advocaten of nog andere derden wordt geprocedeerd. Ik beperk mij echter tot de in de hoofdttekst genoemde partijen, die relatief nauw bij het opstellen of controleren van informatie betrokken zijn.

dan wel de bijzondere aansprakelijkheidsbepalingen voor bestuurders en commissarissen in geval van misleidende financiële verslaggeving (art. 2:139/150 BW). In een aansprakelijkheidsprocedure doet zich de vraag voor hoe de schade die beleggers als gevolg van onrechtmatig handelen hebben geleden moet worden bewezen en vastgesteld. Indien beleggers bijvoorbeeld aandelen hebben gekocht nadat een misleidende mededeling werd verspreid, kan een latere koersval het gevolg zijn van bekendwording van het misleidende karakter van de eerdere mededeling, maar ook van veranderde economische omstandigheden, veranderde verwachtingen van beleggers, nieuwe algemeen-economische of sector- en bedrijfs-specifieke informatie. Nauw hieraan gerelateerd is de vraag hoe het causaal verband tussen de misleiding en de gestelde vermogensschade kan worden bewezen en welke schadeposten in welke omvang rechtens voor vergoeding in aanmerking komen.

Indien er sprake is van schade door misleiding op de effectenmarkt, gaat het veelal om ‘massaschade’. In de literatuur wordt dit begrip gebruikt voor zaken waarin grote aantallen benadeelden een geschil hebben met één of een beperkt aantal normschender(s), maar waarbij aan dat geschil dezelfde of soortgelijke feitelijke en juridische vragen aan ten grondslag liggen.⁹ Bij beursvennootschappen zijn er veel gedupeerde beleggers. Deze vennootschappen hebben vaak miljoenen effecten uitstaan, zodat kleine verschillen in de geschatte schade per aandeel kunnen resulteren in miljoenen euro’s verschil in de geschatte geaggregeerde schade. Het belang bij een juiste wijze van schadebegroting neemt hierdoor toe.

In Nederland is het niet mogelijk voor beleggers om in een collectieve actie schadevergoeding in geld te vorderen (art. 3:305a lid 3 BW). Dit neemt niet weg dat beleggers en belangenorganisaties van beleggers kunnen trachten een verklaring voor recht te verkrijgen dat de beursvennootschap, haar functionarissen, accountant(s) en/of banken onrechtmatig hebben gehandeld. Vervolgens kunnen beleggers dan individueel verder procederen, waarbij kwesties als het causaal verband, de omvang van de schade en eventuele eigen schuld (art. 6:101 BW) aan de orde kunnen komen. Denkbaar is voorts dat beleggers hun vorderingen cederen aan een belangenorganisatie. Sinds 2005 kent Nederland de Wet collectieve afwikkeling massaschade (Wcam).¹⁰ Deze wet biedt de rechter de mogelijkheid een schikkingsovereenkomst tussen enerzijds de schadeveroorzaker en anderzijds een belangenorganisatie verbindend te verklaren (art. 7:907 lid 1 BW). Een verzoek tot verbindendverklaring wordt onder meer afgewezen indien de hoogte van de toegekende vergoedingen niet redelijk is, mede gelet op de omvang van de schade, de eenvoud en snelheid waarmee de vergoedingen verkregen kunnen worden en de mogelijke oorzaken van de schade (art. 7:907 lid 3 sub b BW). De rechter dient dus kennis te nemen van de omvang en oorzaak van de geleden schade, maar dit is gelet op de huidige stand van de

9 Tzankova 2007, p. 1. Ik streef niet naar een precieze definitie van het verschijnsel, en evenmin naar een nadere onderverdeling van massaschade in subtypes.

10 *Stb.* 2005, 340 en 380, waarover Leijten 2005, p. 498–506. Zie voorts Krans 2005, p. 2–13.

rechtspraktijk en -literatuur in Nederland geen sinecure. Inmiddels zijn twee schikkingen verbindend verklaard waarin een vergoeding wordt toegekend wegens vermeende misleiding van het beleggende publiek.¹¹

In de rechtsliteratuur en ook breder in de samenleving klinkt regelmatig de oproep aan de wetgever om collectieve acties tot schadevergoeding in geld mogelijk te maken. Bij invoering van het collectief actierecht van art. 3:305a BW werd in de parlementaire geschiedenis de zorg geuit dat opheffing van het verbod op collectief schadeverhaal (art. 3:305a lid 3 BW) zal leiden tot een veelheid van juridisch-technische complicaties.¹² Een vordering tot schadevergoeding in geld zou zich niet goed lenen om behandeld te worden in een collectieve actie. Er zouden zich immers allerlei juridische vragen voordoen ter zake van causaliteit, eigen schuld en de omvang van de schade die per individuele benadeelde aan de hand van de op hem betrekking hebbende specifieke omstandigheden moeten worden beantwoord.¹³ Het is dus wenselijk dat de vraag wordt beantwoord in hoeverre vragen ter zake van de omvang van de vergoedingsplicht zich lenen voor gezamenlijke behandeling in geval van effectenrechtelijke claims. Indien aangetoond kan worden dat er bij misleiding op de effectenmarkt doorgaans sprake is van veralgemeniseerbare vraagstukken van causaal verband en schade, neemt dit – gedeeltelijk – het bezwaar weg dat opheffing van het verbod zal leiden tot een veelheid van juridisch-technische complicaties. In de Verenigde Staten zijn maar liefst 50% van alle federale *class actions* die aanhangig worden gemaakt *securities class actions*.¹⁴

De vraag in hoeverre causaliteits- en schadebegrotingskwesties zich lenen voor gezamenlijke behandeling is niet alleen van belang in een collectieve actie. Deze kwestie speelt tevens bij gebundelde vorderingen¹⁵, of geoorloofde constructies zoals de cessie van vorderingen ter incasso aan een belangenorganisatie. Voorts is deze vraag van belang voor de afwikkeling van massaschade volgens de Wcam. Indien causaliteitsvragen slechts individueel kunnen worden beantwoord, ondermijnt dit bijvoorbeeld de onderhandelingspositie van de eisende effectenhouders, en zullen de beursvennootschap en haar functionarissen minder geneigd zijn collectief te schikken.

11 Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten; Ondernemingsrecht 2009, p. 465–472 met commentaar B.J. de Jong (Shell); Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls; Ondernemingsrecht 2009, p. 700–704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior).

12 *Kamerstukken II* 1991/92, 22 486, nr. 3, p. 30; *Kamerstukken II* 1992/93, 22 486, nr. 5, p. 17.

13 Aldus het huidige regeringsstandpunt, zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 762, nr. 1, p. 2–3.

14 Coffee 2006, p. 1539.

15 Zie voor een voorbeeld Rb. Arnhem 23 maart 2005, JOR 2005/140 en Rb. Arnhem 23 november 2005, JOR 2006/2 (Baan), waarover nader § 6.2.

1.2 Doelstelling van het onderzoek

Tegen de hierboven beschreven achtergrond heeft het onderhavige onderzoek ten doel licht te werpen op de volgende vragen:

- (i) In welke omvang komt de vermogensschade die *feitelijk* het gevolg is van een misleidende voorstelling van zaken *rechtens* voor vergoeding in aanmerking (hoofdstuk 4)?
- (ii) Hoe kan worden bewezen of de belegger vermogensschade heeft geleden *als gevolg van* een misleidende voorstelling van zaken, en wat de omvang is van deze schade (hoofdstuk 5)?
- (iii) In hoeverre lenen vragen ter zake van causaliteit en schade in misleidingszaken zich voor collectieve afwikkeling (hoofdstuk 6)?

Alvorens deze vragen ter zake van het causaal verband en de schade(omvang) kunnen worden beantwoord, dienen enkele voorvragen kort aan de orde te komen. Zo moet worden bezien wanneer het geven van een onjuiste voorstelling van de toestand van de vennootschap onrechtmatig/misleitend is, en jegens welke beleggers (relativiteitseis). Voorts speelt de vraag wanneer de misleiding aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend.

Bij de beantwoording van de hierboven geformuleerde hoofdvragen zal ik veelvuldig vergelijken met het Amerikaanse recht, omdat in de Verenigde Staten al relatief veel ervaring is opgedaan met kwesties van causaliteit en schadebegroting. Een verklaring hiervoor is dat het procesrecht voorziet in de mogelijkheid van een *damages class action* die collectief schadeverhaal mogelijk maakt. Daarnaast heeft de Verenigde Staten een grote kapitaalmarkt, zodat in absolute aantallen meer zaken aanhangig zullen worden gemaakt dan in een land als Nederland. Een vergelijking met het Amerikaans recht kan als inspiratie dienen voor het Nederlandse recht. In dit onderzoek vergelijk ik niet met het recht van het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk.¹⁶ In deze landen wordt relatief weinig geprocedeerd over causaliteits- en schadebegrotingskwesties en zijn veel vragen nog onbeantwoord of onvoldoende uitgekristalliseerd. De belangrijkste reden hiervoor is waarschijnlijk dat goede mogelijkheden voor collectief schadeverhaal ontbreken.

¹⁶ Zie voor enkele beschouwingen over causaliteit en schade in deze landen de conclusie van Timmerman bij HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), nr. 4.4 (Engels recht), nr. 4.5 (Duits recht), nr. 4.6 (Frans recht).

1.3 Afbakening van het onderzoek

In deze studie zal ik niet ingaan op schadevergoedingsacties van beleggers tegen andere beleggers, bijvoorbeeld wegens marktmanipulatie.¹⁷ Dit onderzoek is uitsluitend gericht op de vragen rondom causaliteit en schade bij mogelijke aansprakelijkheid wegens misleiding *door beursgenoteerde uitgevende instellingen*. Niet alleen de uitgevende instelling kan door beleggers in verband met de door haar gegeven misleidende voorstelling van zaken worden aangesproken, maar ook andere partijen. Daarbij valt te denken aan bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling, begeleidende banken en de accountant. Bij de beantwoording van de hierboven geformuleerde hoofdvragen zal de identiteit van de aangesproken partij worden betrokken.

Informatieverplichtingen van uitgevende instellingen kunnen worden ingedeeld naar het moment waarop de verplichting ontstaat. Daarbij wordt dan onderscheiden tussen (i) de initiële informatieplicht bij toelating van de effecten tot de handel, (ii) doorlopende informatieverplichtingen na toelating van de effecten tot de handel, en (iii) de exit-informatieverplichtingen (§ 2.1).¹⁸ De exit-informatieverplichtingen gelden indien de uitgevende instelling de effectenmarkt verlaat (openbare biedingen). Het onderhavige onderzoek zal zich niet uitstrekken tot schadeclaims wegens schending van deze exit-informatieverplichtingen (bijvoorbeeld een misleidend biedingsbericht).¹⁹ Het vaststellen van causaliteit en schade(omvang) roept in die gevallen namelijk eigensoortige problemen op, indien na gestanddoening van het bod geen beurskoers meer voorhanden is en de waarheid eerst op dat moment bekend wordt.²⁰ In dit onderzoek wordt voor het bepalen van causaliteit en schadeomvang aangeknoopt bij de onzuiverheid in de beurskoers die door de misleiding is ontstaan.

Indien de uitgevende instelling een misleidende voorstelling van zaken geeft, kan dit leiden tot verschillende vormen van schade bij beleggers (§ 2.5.3.b). Ik richt mij in dit onderzoek op de schadeposten die in de praktijk verreweg het belangrijkste zijn en de meest complexe vragen oproepen. Het gaat daarbij om de schadeposten die samenhangen met de koersontwikkeling van het desbetreffende effect (zie hoofdstuk 4 en 5). De schadeposten transactiekosten (provisies) en verdragings-schade komen in beginsel²¹ niet aan de orde.

17 Zie over marktmanipulatie het gedegen proefschrift van Nelemans (2007).

18 Den Boogert 2002, p. 167–175; Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 177–178.

19 Zie hierover De Mol van Otterloo & Van Raay 2008, p. 1043–1065.

20 Zie voor een aanzet voor het bepalen van de schadeomvang De Mol van Otterloo & Van Raay 2008, p. 1050–1053. Voor zover nog wel een beurskoers beschikbaar is, kan ter vaststelling van causaliteit en schadeomvang het hierna in § 4.3–4 en § 5.2 beschreven analytische kader worden gebruikt.

21 Over transactiekosten maak ik in § 4.4 nog enkele opmerkingen in de voetnoten. Ter compensatie van vertragingsschade kunnen beleggers wettelijke rente vorderen (art. 6:119 BW). De rechter zal doorgaans een wettelijke rente toekennen vanaf de dag die als peildatum voor het vaststellen van de schade heeft gediend, tot aan de dag waarop de aangesproken partij de schadevergoeding aan de belegger zal hebben voldaan. Zie over de peildatum voor schadevaststelling § 4.5.3.a en § 4.5.4.a.

Dit onderzoek richt zich uitsluitend op schadeclaims die worden gebaseerd op *buitencontractuele* aansprakelijkheid. Een misleidend prospectus kan onder omstandigheden ook leiden tot *contractuele* aansprakelijkheid jegens beleggers.²² Contractuele remedies zijn de schadevergoedingsactie uit toerekenbare tekortkoming in de nakoming (art. 6:74 BW), ontbinding op grond van een tekortkoming (art. 6:265 BW) en de actie uit dwaling (art. 6:228 BW). Acties tot vernietiging op grond van dwaling of ontbinding op grond van tekortkoming bieden gedupeerde beleggers voordelen ten opzichte van een actie uit onrechtmatige daad, met name waar het gaat om discussie over de omvang van de schade. Beleggers kunnen immers na vernietiging of ontbinding restitutie van de aanschafprijs vorderen.²³

Het is niet primair mijn doel om de vraag te beantwoorden of opheffing van het verbod op collectief schadeverhaal (art. 3:305a lid 3 BW) wenselijk is en hoe het collectief actierecht in dat geval zou moeten worden vormgegeven. Een collectieve actie waarin schadevergoeding in geld kan worden gevorderd is een processueel middel, dat mijns inziens bij voorkeur niet uitsluitend voor effectenrechtelijke claims moet worden ingevoerd. Een bredere rechtspolitieke, -economische en -sociologische discussie over de wenselijkheid van collectief schadeverhaal in het licht van het algemene aansprakelijkheidsrecht valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek. Wel kan de hier gegeven analyse van het Nederlandse en Amerikaanse recht een bijdrage leveren aan een discussie over deze kwestie, vooral omdat in de Verenigde Staten blijkt dat effectenrechtelijke claims het overgrote deel uitmaken van alle *class actions* waarin schadevergoeding wordt gevorderd.²⁴ De onderhavige studie kan inzicht bieden in de vraag hoe de Amerikaanse rechter omgaat met vorderingen van beleggers in een *damages class action*. Uit de parlementaire geschiedenis bij de Nederlandse wet blijkt zoals gezegd dat een verbod op collectief schadeverhaal is ingegeven door de vrees voor een veelheid aan juridisch-technische complicaties zonder zulk een verbod.

Deze studie heeft niet ten doel om een compleet beeld te schetsen van de problemen die zich voordoen op het terrein van het internationaal privaatrecht (ipr). Vaak zullen misleidingszaken een grensoverschrijdende dimensie hebben. Indien een Nederlandse beursvennootschap een misleidende mededeling verspreidt of informatie achterhoudt, zullen doorgaans niet alleen Nederlandse beleggers, maar bijvoorbeeld ook Amerikaanse, Franse, Engelse en Duitse beleggers gedupeerd zijn.

22 Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 105; Asser/Hartkamp 4-III 2006, nr. 255; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 269; Van der Velden 2003, p. 689 e.v.; Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 29.

23 De keerzijde is dat beleggers verplicht zijn om de stukken aan de wederpartij te retourneren (zie art. 6:203 en art. 6:271 BW). Indien een belegger niet meer beschikt over de stukken, kan dit tot gevolg hebben dat hij met het oog op zijn leveringsverplichting soortgelijke stukken moet kopen die een hogere marktwaarde hebben dan het bedrag dat de wederpartij terugbetaalt per stuk. Hierdoor zou de belegger bij een geslaagde contractuele actie er geld op toeleggen. Dit risico kan volgens Van der Velden 2003, p. 693–695 worden vermeden door de wijze van de inkleding van de vorderingen.

24 Coffee 2006, p. 1539.

Dit roept bijzondere vragen op over onder meer de bevoegdheid van de Nederlandse rechter en het toepasselijke recht op deze buitenlandse beleggers.

1.4 Positionering ten opzichte van eerder onderzoek

In de Nederlandse rechtsliteratuur is tot op heden geen uitvoerige en grondige studie gemaakt van de vereisten van causaal verband en schade in geval van misleidende berichtgeving op de beurs. Wellicht is de schaarse hoeveelheid Nederlandse jurisprudentie waarin deze kwesties aan de orde zijn hieraan debet.

In de Nederlandse rechtsliteratuur is vooral prospectusaansprakelijkheid vrij uitvoerig geanalyseerd.²⁵ De juridische, economische en econometrische complexiteiten die zich voordoen bij de vereisten van causaal verband en schade zijn echter voor het Nederlandse recht nog onvoldoende onderzocht.²⁶

Voor de aansprakelijkheid wegens misleidende berichtgeving op de secundaire effectenmarkt (de tweedehandsmarkt) is in de literatuur door verschillende auteurs gewezen op de Amerikaanse *fraud-on-the-market*-theorie, die het bewijs van causaal verband vergemakkelijkt.²⁷ De betekenis van die theorie voor het Nederlandse recht is nog onvoldoende uitgekristalliseerd. In deze studie kan een meer volledig beeld worden gegeven van de ontwikkelingen die deze theorie in de Amerikaanse rechtspraktijk heeft doorgemaakt, en wat de betekenis daarvan is voor het Nederlandse recht.

Het onderhavige onderzoek raakt aan studies naar de processuele afwikkeling van massaschade. Een van de doelstellingen is immers om een analyse te maken van de mogelijkheid om schadevergoedingsvorderingen van beleggers in een procedure gezamenlijk te behandelen. Veelal gaat het bij misleidende berichtgeving op de beurs om gevallen van massaschade, aangezien er op een handelsdag vele transacties plaatsvinden. Het is wenselijk dat indien zich een geval van massaschade voordoet, de afwikkeling tegen zo laag mogelijke kosten plaatsvindt. Op het terrein van de processuele afwikkeling van massaschade zijn recentelijk twee studies verschenen van Tzankova. Haar eerste boek²⁸ heeft betrekking op de afwikkeling van ‘strooischade’, het tweede boek²⁹ op de afwikkeling van ‘substantiële’ massaschade. Bij het eerste type massaschade is de omvang van een individuele claim zodanig dat een individuele

25 Zie Blom 1996; Jansen, Schreuder & Verhagen 2003.

26 Recentelijk is dit onderwerp in de literatuur wel meer in de belangstelling komen te staan. Ik wijs in het bijzonder op de fraaie bijdragen van Pijls (2009b en 2009c).

27 Te wijzen valt bijvoorbeeld op Mendel 1992; Oranje 2005; Van Ginneken 2006; Bras 2006; Strik 2007; Kroeze 2007; Raaijmakers 2008 (met reactie De Jong 2008). Kort gezegd wordt ten behoeve van beleggers een bewijsvermoeden ter zake van het *condicio sine qua non*-verband aangenomen indien er sprake is van een materiële misleidende voorstelling van zaken op een efficiënte effectenmarkt. Zie hierna § 5.3.2.g.

28 Tzankova 2005.

29 Tzankova 2007.

actie op grond van een kosten-batenanalyse niet opportuun zou zijn, terwijl bij het tweede type een individuele actie wel opportuun zou zijn. De onderverdeling van massaschade in strooischade en substantiële schade is mijns inziens op het terrein van effectenrechtelijke claims wat minder bruikbaar. Gegeven een koersval door bekendwording van de onjuiste voorstelling van de toestand van de vennootschap, hangt het van het totaal belegde bedrag af of een individuele actie rendabel is. Dit zal per belegger verschillend zijn. Men kan dus niet goed in abstracto zeggen of er sprake is van strooischade of substantiële schade. Dit neemt niet weg dat de studie van Tzankova nuttige inzichten verschaft over de problemen waar men tegenaan loopt bij de processuele afwikkeling van massaschade en de wijze waarop men hier in het buitenland mee omgaat. In het kader van het onderhavige onderzoek zijn vooral haar beschouwingen over het Amerikaanse recht van waarde. Waar nodig zal hiernaar worden verwezen.

Op het terrein van het collectief actierecht (art. 3:305a BW) verscheen in 1994 het proefschrift van Frenk. Hij analyseert ook uitvoerig en rechtsvergelijkend de vraag naar de wenselijkheid van collectief schadeverhaal. Deze algemene procesrechtelijke analyse zal hier niet worden overgedaan. In de onderhavige studie richt ik mij slechts op de deelvraag of de elementen van causaal verband en schade in geval van effectenrechtelijke schadeclaims zich lenen voor gezamenlijke behandeling, en hoe men hier in de Verenigde Staten in *securities class actions* mee omgaat. Wel kan deze analyse nieuwe argumenten opleveren ter beantwoording van de vraag of het verbod op collectief schadeverhaal moet worden opgeheven.³⁰

1.5 Onderzoeksopzet

Hoofdstuk 2 bevat een beknopte weergave van het geldende Nederlandse recht ter zake van de aansprakelijkheid wegens misleiding door uitgevende instellingen. Eerst komen de verschillende informatieverplichtingen van uitgevende instellingen aan bod, en vervolgens worden voor de onderscheiden informatieverplichtingen de vereisten voor buitencontractuele aansprakelijkheid en hun onderlinge verhouding geanalyseerd. Het hoofdstuk besluit met een behandeling van de processuele mogelijkheden om (beleggings)schade collectief af te handelen.

Ten behoeve van de thematische behandeling van de onderwerpen causaliteit en schade beschrijf ik in hoofdstuk 3 beknopt het Amerikaanse effecten-aansprakelijkheidsrecht. Voorts komt aan de orde hoe de procedure van de *class action* is vormgegeven.

In hoofdstuk 4 ga ik in op de schade die verband houdt met de koersontwikkeling van het effect van de uitgevende instelling die een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven. Ik beschrijf in dit hoofdstuk hoe misleidende berichtgeving doorwerkt in de beurskoers en introduceer op basis van de Amerikaanse rechtspraak

30 Zie daarover ook Oranje 2005, alsmede Kroeze 2007.

een raamwerk waarmee de onzuiverheid van de koers inzichtelijk kan worden gemaakt. Vervolgens wordt met behulp van dit raamwerk geanalyseerd welke schade een belegger feitelijk lijdt door de misleiding, en welke schade rechtens voor vergoeding in aanmerking komt.

Hoofdstuk 5 ziet op het bewijs van de hierboven bedoelde koersgerelateerde schade. Eerst ga ik in op de vraag hoe de door de misleiding veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers zo goed mogelijk kan worden geschat. Vervolgens komt de procespositie van de belegger en de verweerders aan de orde. Het hoofdstuk besluit met een analyse van de vraag wanneer de rechter in misleidingszaken kan overgaan tot verwijzing naar een schadestaatprocedure.

Het doel van hoofdstuk 6 is om de vraag te beantwoorden in hoeverre misleidingszaken zich naar huidig recht lenen voor collectieve afwikkeling. Daarbij zullen enkele beschouwingen worden gewijd aan de vraag hoe in de Verenigde Staten collectief schadeverhaal plaatsvindt in geval van schade door misleiding op de effectenmarkt. Aan het slot van het hoofdstuk zal ik nog stilstaan bij de wenselijkheid van collectief schadeverhaal bij beleggingsschade.

Het onderzoek is afgesloten op 31 december 2009. In een enkel geval werd nadien verschenen jurisprudentie of literatuur of een nadien opgekomen actualiteit verwerkt.

Hoofdstuk 2

INTRODUCTIE NEDERLANDS AANSPRAKELIJKHEIDSRECHT

2.1 Informatieverschaffing aan de effectenmarkt

2.1.1 Indeling informatieverplichtingen

Voor een goed functioneren van de effectenmarkt is het van groot belang dat de beleggers vertrouwen hebben in de markt. Adequate – dat wil zeggen volledige, correcte en tijdige – informatieverstrekking is een van de factoren die bijdragen aan dit vertrouwen.¹ De wet kent daarom verschillende informatieverplichtingen voor uitgevende instellingen.

Informatieverplichtingen van uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel aan een gereguleerde markt kunnen – de systematiek van de Wft volgend – worden onderscheiden in: (i) initiële informatieverplichtingen ten tijde van de toelating van effecten tot de handel, (ii) doorlopende informatieverplichtingen in de periode nadat de effecten tot de handel zijn toegelaten en (iii) exit-informatieverplichtingen die gelden bij een *delisting* door middel van een openbaar bod.² Exit-informatieverplichtingen en aansprakelijkheid wegens schending daarvan komen in dit onderzoek niet aan de orde (§ 1.3).

2.1.2 Initiële informatieplicht

Ten aanzien van de initiële informatieplicht bepaalt art. 5:2 Wft dat het verboden is in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek of effecten te doen toelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, tenzij ter zake van de aanbieding of de toelating een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat is goedgekeurd door de AFM of door een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat.³

1 Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 175. Kritisch over het 'informatieparadigma' met betrekking tot particuliere beleggers is Grundmann-van de Krol 2009.

2 Zie voor deze indeling: Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 177–178.

3 Het artikel stemt inhoudelijk overeen met art. 3 lid 1 en art. 3 lid 3 van de Europese Prospectusrichtlijn. Zie voor uitzonderingen op het verbod art. 5:3 e.v. Wft.

Art. 5 lid 1 van de Prospectusrichtlijn voorziet in een algemene standaard waaraan prospectusinformatie moet voldoen.⁴ Art. 5 lid 1 van de Prospectusrichtlijn is geïmplementeerd in art. 5:13 lid 1 Wft:

“Het prospectus bevat alle gegevens die, gelet op de aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de handel op de gereglementeerde markt toegelaten effecten, van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant en de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn, waaronder de gegevens, bedoeld in de artikelen 3 tot en met 23 van de Prospectusverordening en de bij die artikelen behorende bijlagen.”⁵

Art. 5:9 lid 1 Wft verplicht de AFM om in het kader van de goedkeuring van een prospectus onder meer aan art. 5:13 Wft te toetsen.⁶ In de World Online-zaak⁷ neemt de Hoge Raad aan dat met de vereisten van de Prospectusrichtlijn en art. 5:13 lid 1 Wft onder meer wordt beoogd de positie van (potentiële) beleggers te beschermen, waarbij geen onderscheid wordt gemaakt tussen particulieren en professionele beleggers. Door die bescherming hebben beleggers een groter vertrouwen in de effectenmarkt en wordt de goede werking van de markt verzekerd. Daarom mogen volgens de Hoge Raad aan de naleving van de regels strenge eisen worden gesteld. Hierna zal nog blijken dat de strekking van de beschermende bepalingen een rol speelt bij het bewijs van het causaal verband (§ 5.3.2.d).

Het prospectus wordt opgesteld onder verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling. Dit blijkt ook uit de standaardverklaring die veelal door de uitgevende instelling in het prospectus wordt opgenomen. Verantwoordelijkheid voor de inhoud van het prospectus berust in beginsel tevens bij het syndicaat van banken dat de emissie begeleidt (onder aanvoering van de *lead manager*).⁸ Inschrijving op de

4 Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2003, L 345/64). Deze richtlijn streeft een geharmoniseerd Europees regime na voor de inhoudelijke vereisten die aan een prospectus moeten worden gesteld. Er is sprake van maximale harmonisatie, waardoor lidstaten geen ruimte hebben om zelfstandig regeland op te treden.

5 Franx 2007, p. 353 wijst erop dat er een verschil is tussen de formulering in art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn en art. 5:13 lid 1 Wft. Laatstgenoemd artikel verplicht tot opname van alle gegevens *die van belang zijn* voor het vormen van een verantwoord oordeel, terwijl art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn verplicht tot opname van alle gegevens die *de noodzakelijke informatie vormen* om beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen. Het criterium van art. 5:13 Wft zou naar de letter genomen ruimer zijn dan dat van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn. Een bepaald gegeven kan immers van belang zijn, zonder dat het noodzakelijk is.

6 Het feit dat naar het oordeel van de AFM het prospectus alle door de Wft en de Prospectusverordening voorgeschreven informatie bevat, vrijwaart niet tegen mogelijke prospectusaansprakelijkheid jegens beleggers.

7 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

8 Zie hierover ook de conclusie (nr. 4.7.4.3 e.v.) van A-G Timmerman bij HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

effecten is vaak mogelijk op de kantoren van de leden van het syndicaat. De syndicaatsleden verbinden hun naam aan de emissie door vermelding van hun namen in het prospectus. De feitelijke samenstelling van het prospectus wordt meestal verzorgd door de lead manager.⁹ Naast de uitgevende instelling en de begeleidende bank(en) spelen verschillende adviseurs een rol bij de totstandkoming van een prospectus. Te denken valt aan accountants, advocaten en notarissen. De inhoud van een prospectus wordt veelal bepaald door deze adviseurs, aan de hand van de gegevens van de uitgevende instelling en de bank(en). In *comfort letters* kunnen experts verklaren dat het prospectus voldoet aan de wettelijke vereisten. Deze zijn echter niet gericht tot het belegend publiek en niet opgenomen in het prospectus. Bij jaarrekeningen van de uitgevende instelling die in het prospectus zijn opgenomen, dient een accountantsverklaring te worden opgenomen.¹⁰

2.1.3 Doorlopende informatieverplichtingen na toelating tot de handel

a. Periodieke informatieverplichtingen

De periodieke informatieverplichtingen verplichten om op gezette tijden en in een voorgeschreven vorm bepaalde (financiële) informatie openbaar te maken. Het gaat daarbij om de jaarlijkse financiële verslaggeving, de halfjaarlijkse financiële verslaggeving, de tussentijdse bestuursverklaringen en het zogenaamde informatie-document.

Een uitgevende instelling dient haar opgemaakte jaarlijkse financiële verslaggeving binnen vier maanden na afloop van het boekjaar algemeen verkrijgbaar te stellen (art. 5:25c lid 1 Wft). Het jaarlijkse financiële verslag omvat: (i) de door een accountant goedgekeurde jaarrekening¹¹, (ii) het jaarverslag¹², (iii) verklaringen van ter zake verantwoordelijke personen. Laatstgenoemde verklaringen worden in de wet als volgt omschreven (art. 5:25c lid 2 Wft):

“verklaringen van de bij de uitgevende instelling als ter zake verantwoordelijk aanwezige personen, met duidelijke vermelding van naam en functie, van het feit dat, voor zover hun bekend,

1° de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de activa, de passiva, de financiële positie en de winst of het verlies van de uitgevende instelling en de gezamenlijk in de consolidatie opgenomen ondernemingen; en

9 Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 15.

10 Zie over de positie van de accountant bij een emissie De Rooy 2003, p. 93–95.

11 Voor uitgevende instellingen die hun zetel in Nederland hebben wordt met de ‘jaarrekening’ bedoeld op de in art. 2:361 BW opgenomen omschrijving daarvan, aangevuld met de gegevens van art. 2:392 lid 1 BW (zie art. 5:25c lid 3 onder a Wft). Zie voor de betekenis van de begrippen ‘jaarrekening’ en ‘jaarverslag’ voor uitgevende instellingen met zetel buiten Nederland art. 5:25c lid 4 Wft.

12 Het jaarverslag is het document bedoeld in art. 2:391 BW (zie art. 5:25c lid 3 onder b Wft).

- 2° het jaarverslag een getrouw beeld geeft omtrent de toestand op de balansdatum, de gang van zaken gedurende het boekjaar van de uitgevende instelling en van de met haar verbonden ondernemingen waarvan de gegevens in haar jaarrekening zijn opgenomen en dat in het jaarverslag de wezenlijke risico's waarmee de uitgevende instelling wordt geconfronteerd, zijn beschreven.”

In feite vormen deze verklaringen een uitdrukkelijke bevestiging dat voldaan is aan de normen van het jaarrekeningenrecht, zoals verwoord in art. 2:362 lid 2 en 3 en 2:391 lid 1 BW. Strik is ingegaan op de vraag wat onder de “ter zake verantwoordelijke aangewezen personen” moet worden verstaan.¹³ Zij betoogt dat bestuurders én commissarissen de Wft-verklaring die ziet op de jaarrekening (1°) dienen af te leggen, terwijl de Wft-verklaring die ziet op het jaarverslag (2°) uitsluitend door bestuurders hoeft te worden afgelegd. De herziene Corporate Governance Code verlangt dat het jaarverslag een zogenaamde ‘in control’-verklaring bevat (best practice bepaling II.1.5). Het gaat hierbij om een verklaring van het bestuur in het jaarverslag ten aanzien van financiële verslaggevingsrisico's, inhoudende dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat en dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt, met een duidelijke onderbouwing daarvan. In de toelichting op de herziene corporate governance code wordt aangegeven dat de ‘in control’-verklaring onderdeel kan uitmaken van de Wft-verklaring ex art. 5:25c lid 2 Wft.¹⁴

De halfjaarlijkse financiële verslaggeving dient binnen twee maanden na afloop van de eerste zes maanden van het boekjaar algemeen verkrijgbaar te worden gesteld (art. 5:25d lid 1 Wft). Het halfjaarlijkse financiële verslag bestaat uit: (i) de halfjaarrekening, (ii) het halfjaarverslag, (iii) verklaringen van ter zake verantwoordelijke personen (art. 5:25d lid 2 Wft). Laatstgenoemde verklaringen zijn vergelijkbaar met die voor de jaarlijkse financiële verslaggeving. Voor de halfjaarrekening en het halfjaarverslag verdedigt Strik dat uitsluitend de bestuurders de in art. 5:25d-verklaringen dienen af te leggen.¹⁵

Voor uitgevende instellingen waarvan *aandelen* zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt geldt de verplichting een tussentijdse (bestuurs)verklaring algemeen verkrijgbaar te stellen in de eerste en in de tweede helft van het boekjaar. Deze verklaring wordt afgelegd in een periode die gelegen is tussen tien weken na aanvang en zes weken voor het einde van het eerste halfjaar respectievelijk tweede halfjaar (art. 5:25e lid 1 Wft). De verklaring dient te bevatten (a) een toelichting van belangrijke gebeurtenissen en transacties die in de voorafgaande

13 Strik 2009a, p. 150–154.

14 De Nederlandse Corporate Governance Code, p. 39.

15 Commissarissen die onverplicht de Wft-verklaring tekenen die ziet op het jaarverslag, nemen volgens Strik potentieel een verdergaande op zich dan indien zij dat niet doen.

periode (kwartaal) hebben plaatsgevonden en de gevolgen daarvan voor de financiële positie van de uitgevende instelling en de door haar gecontroleerde ondernemingen en (b) een algemene beschrijving van de financiële positie en de prestaties van de uitgevende instelling en de door haar gecontroleerde ondernemingen tijdens die periode (art. 5:25e lid 2 Wft).

De uitgevende instelling moet uiterlijk twintig dagen¹⁶ na de publicatie van de jaarrekening een jaarlijks document algemeen verkrijgbaar stellen. In dat document dient opgenomen dan wel verwezen te worden naar de in de voorafgaande twaalf maanden algemeen verkrijgbaar gestelde periodieke informatie en de overige informatie die door de uitgevende instelling “naar het recht inzake het toezicht op het effectenverkeer in enige staat” in die periode openbaar is gemaakt (art. 5:25f lid 2 Wft). Indien de uitgevende instelling in het document verwijst naar informatie die elders beschikbaar is, wordt aangegeven waar en op welke wijze die informatie kan worden verkregen (art. 5:25f lid 3 Wft).

b. Incidentele informatieverplichtingen

De incidentele informatieverplichtingen verplichten uitgevende instellingen om bepaalde informatie openbaar te maken indien en zodra bepaalde feiten en/of omstandigheden daartoe aanleiding geven. Voor dit onderzoek is van belang de verplichting van de uitgevende instelling om koersgevoelige informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen (art. 5:25i Wft). Zie hierover uitvoeriger § 2.3.4.b.

2.2 Gronden van buitencontractuele aansprakelijkheid

Indien de uitgevende instelling niet (tijdig) voldoet aan de in de Wft beschreven informatieverplichtingen, dan wel indien onverplicht openbaar gemaakte informatie misleidend is, kunnen beleggers hierdoor schade lijden. Zij nemen aan- of verkoopbeslissingen op basis van verouderde, onvolledige en/of onjuiste informatie. Het Nederlandse recht kent verschillende gronden van buitencontractuele aansprakelijkheid waarop gedupeerde beleggers een vordering tot schadevergoeding kunnen baseren.

In de eerste plaats kunnen beleggers trachten de verantwoordelijke(n) aan te spreken op grond van de algemene onrechtmatigedaaidsbepaling, art. 6:162 BW. Indien een (rechts)persoon een onrechtmatige daad pleegt die hem kan worden toegerekend, is hij aansprakelijk voor de schade die een belegger diens gevolgde lijdt. Wel moet de geschonden norm strekken tot bescherming tegen de schade zoals de benadeelde belegger die heeft geleden (art. 6:163 BW).

Met betrekking tot de uitgifte van effecten geldt voorts dat een misleidend prospectus kan leiden tot aansprakelijkheid op grond van de regeling inzake

¹⁶ Zie voor deze termijn art. 27 lid 2 Prospectusverordening (Verordening (EG) nr. 809/2004 (*PbEU* 2005, L 186/3)).

oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a-193j BW) en de regeling inzake misleidende reclame (art. 6:194-195 BW). Deze regelingen zijn te beschouwen als een concretisering van de onrechtmatigedaadsbepaling van art. 6:162 BW.¹⁷ De toegevoegde waarde van deze regelingen ligt in de bewijslastomkering van art. 6:193j en 6:195 BW ter zake van de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie en de toerekenbaarheid.

Ten aanzien van doorlopende informatieverplichtingen bepaalt art. 2:139 BW als uitwerking of verbijzondering van art. 6:162 BW dat bestuurders aansprakelijk kunnen worden gesteld indien door middel van de jaarrekening, tussentijdse cijfers of een jaarverslag een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap wordt gegeven (en beleggers dientengevolge schade lijden).¹⁸ Commissarissen kunnen op grond van art. 2:150 BW worden aangesproken indien door de jaarrekening een misleidende voorstelling wordt gegeven van de toestand van de vennootschap.

Hieronder zullen voor de onderscheiden informatieverplichtingen de eisen voor buitencontractuele aansprakelijkheid worden geanalyseerd. In § 2.3 ga ik in op de vraag wanneer het handelen of nalaten *onrechtmatig* is en wie dan kan worden aangesproken. De *toerekening* van de onrechtmatige daad aan de dader komt aan de orde in § 2.4. De vereisten van *schade* en *causaal verband* bespreek ik kort in § 2.5, waarbij ik ook inga op de mogelijkheid van vermindering van de vergoedingsplicht. Ten slotte is voorwerp van onderzoek welke beleggers onder het beschermingsbereik van de geschonden normen vallen (*relativiteitseis*), waarover § 2.6.

2.3 Onrechtmatigheid

2.3.1 Inleiding

Als onrechtmatige daad wordt aangemerkt: (i) een inbreuk op een recht, (ii) een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht, (iii) een doen of nalaten met hetgeen volgens ongeschreven regels in het maatschappelijk verkeer betaamt, een en ander behoudens de aanwezigheid van een rechtvaardigingsgrond (art. 6:162 lid 2 BW).¹⁹

Voor het onderhavige onderzoek zijn uitsluitend de tweede en derde onrechtmatigheidscriterium van belang. Bij het eerste criterium gaat het om inbreuk op

¹⁷ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 262; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 324; Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 16.

¹⁸ De zin van de bepaling is, dat zij buiten twijfel stelt, dat bestuurders voor de jaarrekening, voor tussentijdse cijfers en het jaarverslag persoonlijk aansprakelijk kunnen zijn tegenover anderen dan de vennootschap, aldus Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 262.

¹⁹ Zie voor de geschiedenis en achtergrond van deze bepaling onder meer Asser/Hartkamp 4-III 2006, nr. 3-68; Jansen, Losbl. Onrechtmatige daad, I. Artikelsgewijs commentaar, Inleiding.

subjectieve rechten (uit te splitsen in absolute vermogensrechten en persoonlijkheidsrechten).²⁰ Een aandeel (of ruimer: effect) is een *relatief* vermogensrecht, namelijk een recht dat kan worden uitgeoefend jegens de vennootschap.²¹ Daarmee kan het niet worden beschouwd als een recht in de zin van het onrechtmatige daadscriterium ‘inbreuk op een recht’. Niet-naleving van de voorschriften van de Wft levert wel handelen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht op. Daarnaast mag informatie die verplicht of onverplicht openbaar wordt gemaakt niet misleidend zijn op grond van geschreven regels²² of ongeschreven regels van maatschappelijke betamelijkheid.

Er bestaat een nauwe samenhang tussen onrechtmatigheid en het relativiteitsvereiste. Schadevergoeding kan door een belegger slechts worden gevorderd indien *jegens hem* onrechtmatig is gehandeld (vgl. art. 6:162 lid 1 BW: ‘jegens een ander’, en voorts art. 6:163 BW). Indien de aangesproken partij niet onrechtmatig heeft gehandeld jegens die belegger, kan echter even goed, zo niet beter worden gezegd dat de aangesproken partij (in zoverre) niet onrechtmatig heeft gehandeld. Hoewel de eisen van onrechtmatigheid en relativiteit nauw samenhangen, zal ik in deze paragraaf gemakshalve veronderstellen dat jegens beleggers onrechtmatig wordt gehandeld indien een misleidende voorstelling van de toestand van de beursvennootschap wordt gegeven, en bijzondere gevallen buiten beschouwing laten (zie daarover § 2.6).

Voor het onderhavige onderzoek is het van belang om stil te staan bij de onrechtmatigheidseis, omdat deze bij misleidingszaken nauw verbonden is met de causaliteitseis. Hierna zal nog blijken dat in de misleidingsnorm een causaliteits-element besloten ligt.

2.3.2 Aansprakelijkheid wegens een misleidend prospectus

a. Onrechtmatige daad

Een belegger die ageert uit onrechtmatige daad, zal moeten bewijzen dat de verantwoordelijke persoon onrechtmatig heeft gehandeld. Het verantwoordelijk zijn voor of uitgeven van een misleidend prospectus is een vorm van handelen in strijd met de Wft of ten minste met ongeschreven normen van maatschappelijke zorgvuldigheid. Daarmee is er in beginsel sprake van onrechtmatigheid in de zin van art. 6:162 lid 2 BW. Zie voor het antwoord op de vraag wanneer een prospectus misleidend is hierna § 2.3.2.c. Vorderingen zullen in de praktijk veelal worden ingesteld tegen de uitgevende instelling, bestuurders en commissarissen en begeleidende banken. De mogelijke aansprakelijkheid van de accountant wegens een ten

20 Asser/Hartkamp 2006 4-III, nr. 35; Jansen, Losbl. Onrechtmatige daad, art. 162 lid 2, aant. 7 e.v.

21 Zie A-G Hartkamp in zijn conclusie (nr. 10.e) voor HR 2 december 1994, NJ 1995, 288 m.nt. J.M.M. Maeijer (Poot/ABP) (vgl. ook r.o. 3.4.3 van het arrest); Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 202.

22 Te denken valt aan de jaarrekeningregels van Titel 9 Boek 2 BW en de IFRS.

onrechte afgegeven goedkeurende verklaring bij een in het prospectus opgenomen misleidende jaarrekening komt hierna aan de orde bij de bespreking van misleidende periodieke verslagen (§ 2.3.3).

b. De regeling inzake oneerlijke handelspraktijken

Kern van de regeling

Het kapstokartikel van de regeling inzake oneerlijke handelspraktijken is art. 6:193b BW. Volgens het eerste lid handelt een handelaar onrechtmatig jegens een consument indien hij een handelspraktijk verricht die *oneerlijk* is. In het tweede lid wordt vervolgens bepaald dat een handelspraktijk oneerlijk is indien (a) een handelaar handelt in strijd met de vereisten van professionele toewijding en (b) wanneer het vermogen van de gemiddelde consument om een geïnformeerd besluit te nemen merkbaar is beperkt of kan worden beperkt, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen. Een handelspraktijk is volgens art. 6:193b lid 3 BW in het bijzonder oneerlijk indien een handelaar (a) een misleidende handelspraktijk verricht als bedoeld in art. 6:193c tot en met 193g BW, of (b) een agressieve handelspraktijk verricht als bedoeld in art. 6:193h en 193i BW. In art. 6:193g en 193i BW zijn zogenaamde ‘zwarte lijsten’ opgenomen die een opsomming bevatten van concrete gedragingen die onder alle omstandigheden misleidend respectievelijk agressief zijn. Op grond van art. 6:193j BW kan op de handelaar de bewijslast worden gelegd ter zake van de materiële juistheid en volledigheid van de informatie die hij heeft verstrekt.²³

Definities en toepasbaarheid op de beleggingspraktijk

Wat is nu de betekenis van de verschillende begrippen die worden gehanteerd in de Wet oneerlijke handelspraktijken, en in hoeverre zijn deze toepasbaar op de beleggingspraktijk?

Een *consument* is de natuurlijke persoon die niet handelt in de uitoefening van beroep of bedrijf (art. 6:193a onder f BW). Een particuliere belegger zal onder deze definitie vallen (zie ook § 2.6.2).

Een *handelspraktijk* wordt gedefinieerd als iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie, met inbegrip van reclame en marketing, van een handelaar, die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan consumenten (art. 6:193a lid 1 onder d BW). Het openbaar maken van een prospectus kan naar mijn mening als handelspraktijk worden gekwalificeerd. De uitgifte van een prospectus houdt

²³ Tevens voorziet art. 6:193j lid 2 BW in een omkering van de bewijslast ter zake van de toerekenbaarheid van het onrechtmatig handelen.

immers rechtstreeks verband met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product – effecten – aan (beleggende) consumenten.²⁴

Een *handelaar* is de natuurlijke persoon of rechtspersoon die handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf of degene die ten behoeve van hem handelt (art. 6:193a lid 1 onder b BW). Een uitgevende instelling zal onder deze definitie vallen.²⁵ Hetzelfde geldt waarschijnlijk voor de *lead manager(s)*. Onduidelijk is of bestuurders ook onder het begrip ‘handelaar’ kunnen vallen.²⁶ De accountant die de jaarrekening controleert is naar mijn oordeel niet aan te merken als handelaar.

Hierboven bleek dat een van de voorwaarden om te kunnen spreken van een oneerlijke handelspraktijk is dat de gemiddelde consument een *besluit over een overeenkomst* neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen (art. 6:193b lid 2). Een besluit over een overeenkomst is een door een consument genomen besluit over de vraag of, en zo ja, hoe en op welke voorwaarden hij een product koopt, geheel of gedeeltelijk betaalt, behoudt of van de hand doet, of een contractueel recht uitoefent in verband met het product, ongeacht of de consument overgaat tot handelen (art. 6:193a onder e BW).

De overige definities uit art. 6:193a BW kunnen gelet op het doel van het onderhavige onderzoek onbesproken blijven.²⁷

Is openbaarmaking van een misleidend prospectus een misleidende handelspraktijk?

Wat is een misleidende handelspraktijk? Kort gezegd kan een handelspraktijk als misleidend worden aangemerkt indien feitelijk onjuiste informatie wordt verstrekt (art. 6:193c BW), dan wel indien er sprake is van een misleidende omissie (art. 6:193d BW). Toegepast op een prospectus kan het dus gaan om feitelijk onjuiste of onvolledige informatie.

Ten aanzien van de eerste categorie – feitelijk onjuiste informatie – bepaalt art. 6:193c lid 1 BW voor zover van belang:

“Een handelspraktijk is misleidend indien informatie wordt verstrekt die feitelijk onjuist is *of* die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden, al dan niet door de algemene presentatie van de informatie, zoals ten aanzien van (...), waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen. [cursivering BdJ]”

²⁴ Evenzo Pijls 2008, p. 343–344.

²⁵ Evenzo Pijls 2008, p. 343–344.

²⁶ Volgens *Kamerstukken I* 2007/08, 30 928, nr. C, p. 9 moet onder “degene die ten behoeve van hem handelt” worden verstaan: degene die in naam van of voor rekenschap van hem optreedt. Dit is bijvoorbeeld de gevolmachtigde in de zin van art. 3:60 lid 1 BW, aldus de minister. Als de gevolmachtigde onder de definitie van ‘handelaar’ valt, lijkt het niet uitgesloten dat ook de bestuurder eronder kan vallen. Zie over de onduidelijkheid van de reikwijdte van het voorschrift Verkade 2009 (Mon. BW B49a), nr. 16.

²⁷ Zie daarover uitvoeriger de parlementaire geschiedenis, alsmede Verkade 2009 (Mon. BW B49a) en Geerts, Van Hasselt & Vollebregt 2009.

Pijls merkt op dat de redactie van de bepaling in zoverre merkwaardig is dat wordt gesuggereerd dat slechts de enkele constatering van een onjuistheid in een gewraakte mededeling voldoende is om te kunnen spreken van misleiding, omdat een materialiteitscriterium ontbreekt.²⁸ Mijns inziens brengt een richtlijnconforme²⁹ uitleg van het artikellid echter mee dat de slotwoorden “*waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen*” geacht moeten worden tevens betrekking te hebben op informatie die feitelijk onjuist is (en niet slechts op informatie die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden).³⁰ Een onbelangrijke onjuistheid in een prospectus zal naar mijn oordeel dus niet leiden tot het oordeel dat de handelspraktijk misleidend is.³¹

Een misleidende omissie is iedere handelspraktijk waarbij *essentiële informatie* welke de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen, wordt weggelaten, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen (art. 6:193d lid 2 BW). Ook indien de essentiële informatie verborgen wordt gehouden of op onduidelijke, onbegrijpelijke, dubbelzinnige wijze dan wel laat verstrekt wordt, of het commerciële oogmerk, indien dit niet reeds duidelijk uit de context blijkt, laat blijken, is er sprake van een misleidende omissie (art. 6:193d lid 3 BW). De informatie die krachtens art. 5:13 Wft in een prospectus moet worden opgenomen is in ieder geval essentieel als bedoeld in art. 6:193d lid 2 BW (zie art. 6:193f onder f BW). De Wet oneerlijke handelspraktijken verwijst dus uitdrukkelijk naar de informatie die op grond van art. 5:13 Wft in het prospectus moet worden opgenomen. Het lijkt daarom geen twijfel dat het openbaar maken van een onvolledig prospectus zal kwalificeren als misleidende handelspraktijk.

De misleidingsnorm van art. 6:193d BW bevat een element van causaliteit.³² Vereist is namelijk dat de *gemiddelde* consument een transactie is aangegaan, die hij

28 Pijls 2008, p. 344.

29 Richtlijn 2005/29/EG bepaalt in art. 6 lid 1: “Als misleidend wordt beschouwd een handelspraktijk die gepaard gaat met onjuiste informatie en derhalve op onwaarheden berust of, zelfs als de informatie correct is, de gemiddelde consument (...) bedriegt of kan bedriegen (...), en de gemiddelde consument *zowel in het ene als in het andere geval* ertoe brengt of kan brengen een besluit over een overeenkomst te nemen dat hij anders niet had genomen [cursivering BdJ].

30 Conforme interpretatie kan in twee hoofdcategorieën worden onderscheiden: (i) de gevallen waar conforme interpretatie wordt toegepast, waar geen sprake is van onjuiste omzetting, (ii) de gevallen waar conforme interpretatie wordt toegepast, als hulpmiddel en ter heling van een onjuiste omzettingswetgeving. Zie Jans e.a. 2002, p. 139 en Prechal 2005, p. 187–193.

31 Vgl. in dit verband ook de eis van art. 6:193b lid 2 BW dat “het vermogen van de gemiddelde consument om een geïnformeerd besluit te nemen *merkbaar* is beperkt of kan worden beperkt, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen” [cursivering BdJ]. Verkade 2009 (Mon. BW B49a), nr. 32 legt het woord ‘merkbaar’ op basis van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken (2005/29/EG) aldus uit dat de oneerlijke handelspraktijk *wezenlijk verstorend* moet zijn.

32 Pijls 2008, p. 345–346.

niet zou zijn aangegaan indien volledige informatie verstrekt zou zijn. Zoals hierboven betoogd geldt dit mijns inziens tevens voor art. 6:193c lid 1 BW.³³ In de parlementaire geschiedenis zegt de minister over het causaliteitselement:³⁴

“Een consument koopt een televisie die volgens de reclame “op de toekomst is voorbereid.” Al snel blijkt dat niet het geval te zijn omdat de beeldkwaliteit die met de digitale televisie behaald zou kunnen worden met deze televisie niet kan worden bereikt. *De consument kan in dat geval stellen dat de onjuiste of onvolledige mededeling de koop als het ware heeft veroorzaakt. Of er een causaal verband is tussen de mededeling en de koop behoeft de consument niet aan te tonen.* Wanneer de rechter oordeelt dat de mededeling misleidend is, is daarmee het handelen van de openbaarmaking onrechtmatig. Dat brengt mij tot de conclusie dat het causaliteitsvereiste in deze regel is geïntegreerd.” [cursivering BdJ]

Timmerman wijst er in zijn conclusie voor de World Online-zaak op dat het voor de hand ligt om aan te nemen dat de minister een voorshands bewijsvermoeden ter zake van het causale verband op het oog heeft gehad.³⁵ Als de *gemiddelde belegger* de transactie niet (tegen dezelfde voorwaarden) zou hebben verricht, wordt voorshands aangenomen dat dit ook voor de *individuele belegger* geldt. Deze werkwijze om het (bewijs van) causaal verband te construeren komt hierna nog uitvoeriger aan de orde (§ 5.3.2.d).

Omkering bewijslast

Volgens art. 6:193j lid 1 BW rust op de handelaar de bewijslast ter zake van de materiële juistheid en volledigheid van de informatie die hij heeft verstrekt als dat passend lijkt, gelet op de omstandigheden van het geval en met inachtneming van de rechtmatige belangen van de handelaar en van elke andere partij bij de procedure. Er is dus sprake van een mogelijke omkering van de bewijslast.³⁶

c. Regeling inzake misleidende reclame

Kern van de regeling

De regeling inzake misleidende reclame is opgenomen in art. 6:194-196 BW. Art. 6:194 BW is moeizaam geformuleerd. Bepaald wordt dat hij die omtrent goederen of diensten die door hem of degene die ten behoeve van wie hij handelt in de

³³ Zie over het causaliteitselement in het generieke art. 6:193b lid 2 BW Verkade 2009 (Mon. BW B49a), nr. 31–32.

³⁴ *Handelingen I* 2008/09, 1, p. 30.

³⁵ Zie conclusie nr. 4.7.5.10 bij HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

³⁶ Zie hierover Pijls 2008, p. 347–348 en in meer algemene zin Verkade 2009 (Mon. BW B49a), nr. 48 e.v., die betoogt dat art. 6:193j BW veel minder ver gaat dan het hierna te bespreken art. 6:195 lid 1 BW.

uitoefening van een beroep of bedrijf worden aangeboden, een mededeling openbaar maakt of laat openbaar maken, onrechtmatig handelt jegens een ander die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf, indien deze mededeling in een of meer opzichten misleidend is. In art. 6:194 BW worden vervolgens diverse voorbeelden gegeven van opzichten waarin de mededeling misleidend kan zijn. Art. 6:195 lid 1 BW bevat een hierna nog te bespreken bewijsvermoeden ter zake van de juistheid en volledigheid van de feiten in de mededeling.³⁷

Openbaar (laten) maken

Een prospectus wordt in de praktijk openbaar gemaakt door de uitgevende instelling en door de lead manager (de leider van het begeleidende bankensyndicaat) en eventuele co-lead managers. De begrippen ‘openbaar maken’ en ‘openbaar laten maken’ uit art. 6:194 BW moeten volgens de wetsgeschiedenis ruim worden uitgelegd. Voldoende is dat het publiek kennis heeft kunnen nemen van de mededeling, en er gelden geen restricties ten aanzien van de wijze van openbaar maken.³⁸

De wet gaat niet uit van een ‘uitputtingsregel’, in die zin dat als eenmaal enige openbaarmaking heeft plaatsgehad zulks in dier voege als uitputtend moet worden beschouwd dat een nieuwe publicatie van dezelfde gegevens niet meer als een openbaarmaking kan gelden. De persoon die een door hem samengestelde tekst publiceert waarin reeds eerder openbaar gemaakte mededelingen zijn opgenomen, maakt derhalve ook die laatste mededelingen openbaar in de zin van art. 6:194 BW.³⁹

Heersende leer is dat ‘laten openbaar maken’ moet worden gelezen als ‘doen publiceren’.⁴⁰ In dat geval is de regeling van art. 6:194-195 BW niet van toepassing op de accountant. Indien ‘laten openbaar maken’ echter ook kan worden uitgelegd als ‘zich niet verzetten tegen openbaarmaking’, dan kan worden betoogd dat een accountant zijn verklaring openbaar laat maken in de zin van art. 6:194 BW.

Ik abstraheer hier van de complicaties in geval van mededelingen die gericht zijn tot een beperkt aantal gegadigden.⁴¹

Aanbieden van goederen of diensten in uitoefening van beroep of bedrijf

Uitgevende instellingen bieden effecten aan in de uitoefening van hun beroep of bedrijf. Zij vallen onder de reikwijdte van art. 6:194 BW.

Ook een *lead manager* zal bij het openbaar maken van een prospectus handelen in de uitoefening van zijn beroep of bedrijf.

³⁷ Art. 6:195 lid 2 BW voorziet voorts in een bewijsvermoeden ter zake van de toerekenbaarheid.

³⁸ *Kamerstukken II* 1975/76, 13 611, nr. 3, p. 9.

³⁹ HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coopag).

⁴⁰ Zie Van der Velden 2003, p. 685–689.

⁴¹ Zie hierover Blom 1996, p. 82 e.v.

Het is niet geheel duidelijk of ook een (groot)aandeelhouder die een pakket aandelen verkoopt handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf. Wet en rechtspraak bieden geen aanknopingspunten voor de beantwoording van deze vraag.⁴²

De regeling van art. 6:194 e.v. BW heeft geen betrekking op de bestuurder of de commissaris.⁴³

Misleidende mededelingen in de zin van art. 6:194 BW

Volgens de parlementaire geschiedenis bij art. 6:194 BW is er sprake van misleiding als het prospectus een verkeerde voorstelling van zaken geeft en de belegger zijn belegging niet dan wel op andere voorwaarden had gedaan bij een juiste voorstelling van zaken.⁴⁴ Een mededeling wordt misleidend als deze 'zodanige onwaarheden of halve waarheden bevat, dat het publiek in goed vertrouwen afgaat op de juistheid van de gedane mededeling en als gevolg daarvan bijvoorbeeld tot aankoop van de aangeprezen goederen overgaat'.⁴⁵ Een misleidende voorstelling van zaken kan het gevolg zijn van het verstrekken van onjuiste gegevens, door het ten onrechte verzwijgen van informatie, het onvolledig⁴⁶ zijn van de gegevens, of door een verwarrende, onsamenhangende presentatie van de feiten.⁴⁷

Art. 6:194 BW is geplaatst in de afdeling over misleidende en vergelijkende reclame. Aan reclame is eigen dat er sprake is van een bepaalde mate van overdrijving in de aanprijzing van de desbetreffende goederen of diensten. Het gemiddelde publiek dient zich hiervan bewust te zijn en zich hierdoor niet te laten beïnvloeden.⁴⁸ De rechter kan dus oordelen dat een prospectus, gelet op het feit dat het gaat om reclame, niet misleidend is, hoewel bepaalde onoplettende en/of onvoorzichtige beleggers er feitelijk wel door zijn misleid. Zij kunnen in zulke gevallen geen aanspraak maken op schadevergoeding.

Bij de beantwoording van de vraag of reclame misleidend is, dient rekening te worden gehouden met de aard van de mededeling. Hoewel het bij een prospectus gaat om reclame, maakt een prospectus doorgaans een nauwkeurige, betrouwbare en serieuze indruk. Een mededeling die een grote objectiviteit en waarheidspretentie uitstraalt, kan eerder worden aangemerkt als misleidend dan een mededeling die minder objectiviteit uitstraalt.⁴⁹

Bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van de gemiddeld geïnformeerde,

42 Van Solinge 2000, p. 426–427 beantwoordt de vraag bevestigend.

43 Aldus Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 471.

44 *Kamerstukken II* 1978–1979, 13 611, nr. 6, p. 24.

45 *Kamerstukken II* 1975–1976, 13 611, nr. 3, p. 10.

46 Zie bijv. HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade (Boterenbrood/MeesPierson NV).

47 Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 23; Blom 1996, p. 91 e.v.

48 Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 22.

49 *Kamerstukken II* 1978/79, 13 611, nr. 6, p. 24; Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 22.

omzichtige en oplettende gewone belegger (de ‘maatman-belegger’).⁵⁰ Van deze maatman-belegger mag worden verwacht dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring (behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt).⁵¹

De rechter zal een onjuiste of onvolledige mededeling pas als misleidend kunnen kwalificeren, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de maatman-belegger. In dat geval is immers aannemelijk dat de onjuistheid of onvolledigheid het economische gedrag van de maatman-belegger kan beïnvloeden. Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend (en dus onrechtmatig), is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling.⁵²

De art. 6:194 e.v. BW hebben ook betrekking op (schriftelijke of mondelinge) mededelingen van de uitgevende instelling die buiten het prospectus, maar wel in verband met het aanbieden van effecten zijn gedaan. Het kan daarbij bijvoorbeeld gaan om mededelingen die nadere informatie over de beursgang of de uitgevende instelling bevatten of die een nadere toelichting op het prospectus behelzen, maar ook om mededelingen die belangstelling voor de voorgenomen beursgang (pogen te) wekken.⁵³ Ten aanzien van mededelingen die niet in voldoende verband staan met of niet in voldoende mate gericht zijn op de beursgang zelf (en dus geen mededelingen zijn in de zin van art. 6:194 BW), maar die wel in de periode rondom de beursgang gedaan worden en betrekking hebben op de onderneming van de uitgevende instelling, geldt dat de uitgevende instelling de in het maatschappelijk verkeer betamende zorgvuldigheid in acht moet nemen. Dergelijke mededelingen moeten stroken met hetgeen in het prospectus is vermeld, en mogen geen onjuiste indruk of ongefundeerde verwachtingen wekken.⁵⁴

Indien bij het publiek waarop het prospectus zich richt, hoewel de daarin opgenomen informatie juist en volledig is, desondanks een onjuist beeld, verwarring of onduidelijkheid heerst omtrent een onderwerp dat van belang is voor de beleggingsbeslissing, rust op de uitgevende instelling en de begeleidende banken in

50 HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.2; HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.3. Deze maatstaf is ontleend aan HvJ EG 16 juli 1998, NJ 2000, 374 (Gut Springenheide).

51 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.3.

52 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4. Pas bij de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt volgens de Hoge Raad aan de orde of en zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld. In HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.6 werd geoordeeld dat de hoedanigheid en specifieke kennis van een individuele belegger een rol kan spelen bij de toepassing van het leerstuk van de eigen schuld van art. 6:101 BW.

53 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.1.

54 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.2.

beginsel geen correctieplicht. Deze regel kan onder omstandigheden uitzondering lijden.⁵⁵

Omkering bewijslast (art. 6:195 lid 1 BW)

Art. 6:195 lid 1 BW bevat een omkering van de bewijslast. Het artikellid bepaalt dat indien een vordering op grond van art. 6:194 BW wordt ingesteld tegen iemand die inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen, op hem de bewijslast rust ter zake van de juistheid of volledigheid van de feiten die in de mededeling zijn vervat of daardoor worden gesuggereerd en waarop het misleidende karakter van de mededeling berust.⁵⁶ Eiser hoeft dus slechts te stellen dat en waarom het prospectus misleidend is. De gedaagde zal vervolgens moeten bewijzen dat de medegedeelde of gesuggereerde feiten juist en volledig waren. Ter zake van het causaal verband tussen de schade en het misleidende prospectus gelden de gewone regels van stelplicht en bewijslast.⁵⁷

2.3.3 Aansprakelijkheid wegens misleidende periodieke verslagen

a. Niet tijdig openbaarmaken; openbaar maken van misleidende stukken

Op grond van periodieke informatieverplichtingen dienen uitgevende instellingen op gezette tijden en in een voorgeschreven vorm (financiële) informatie openbaar te maken. Voor het onderhavige onderzoek gaat het om het jaarlijkse financiële verslag, het halfjaarlijkse financiële verslag, de tussentijdse bestuursverklaringen en het zogenaamde informatiedocument (§ 2.1.3).

Indien de bedoelde stukken niet tijdig algemeen verkrijgbaar worden gesteld, is er sprake van een wetsovertreding en in beginsel dus ook van onrechtmatig handelen in de zin van art. 6:162 lid 2 BW. Dit betekent nog niet dat beleggers zonder meer recht hebben op schadevergoeding voor daaruit voortvloeiende schade. Onderzocht dient te worden of een belegger die een transactie aangaat, terwijl algemeen bekend is dat een periodiek verslag ten onrechte nog niet openbaar is gemaakt, niet zelf het risico moet dragen voor uit die vertraging voortvloeiende schade.⁵⁸ Dit betreft vragen van relativiteit, causaal verband en/of eigen schuld.

Van niet-tijdige openbaarmaking van periodieke informatie moet worden onderscheiden het geval dat de openbaar gemaakte stukken misleidend zijn. Indien

⁵⁵ Zie hierover HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.1 e.v. en 4.31.1 e.v.

⁵⁶ Zie over de vraag wie onder “iemand die inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen” valt onder meer Van Solinge 2000.

⁵⁷ HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Co op), r.o. 4.5; HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1.

⁵⁸ Dit nog afgezien van de overige vereisten die vervuld moeten zijn op grond van art. 6:162 BW. Evenzo: Van der Grinten & Kortmann 1996, p. 14–15. Volgens Grundmann-Van de Krol 2008, p. 722–723 komt het het niet voldoen aan periodieke informatieverplichtingen niet voor risico van de belegger. Dit lijkt mij niet in alle gevallen vol te houden.

beleggers hierdoor schade lijden, kunnen zij een vordering tot schadevergoeding in de eerste plaats baseren op art. 6:162 BW. De vordering kan op die grondslag in ieder geval worden ingesteld tegen de uitgevende instelling die de desbetreffende stukken algemeen verkrijgbaar heeft gesteld.⁵⁹ Voorts zouden degenen die een misleidende verklaring afleggen in de zin van art. 5:25c en 5:25d Wft uit onrechtmatige daad kunnen worden aangesproken.⁶⁰ Art. 2:139 BW biedt gedupeerde beleggers de mogelijkheid om de *bestuurders* aan te spreken indien een misleidend beeld is gegeven van de toestand van de vennootschap door de jaarrekening, tussentijdse cijfers en/of het jaarverslag. De bepaling stelt buiten twijfel dat bestuurders in die gevallen persoonlijk aansprakelijk kunnen zijn tegenover anderen dan de vennootschap.⁶¹ Er is sprake van een (rechtstreekse) doorbraak van aansprakelijkheid op grond van een wettelijke regel. Voor *commissarissen* geldt een vergelijkbare bepaling, hoewel zij slechts kunnen worden aangesproken indien door de jaarrekening een misleidend beeld wordt gegeven (art. 2:150 BW). Aansprakelijkheid wegens misleidende 5:25c Wft-verklaringen en 5:25d Wft-verklaringen kan niet worden gebaseerd op art. 2:139/150 BW.

Hieronder zal uitsluitend worden ingegaan op misleidende periodieke verslagen; niet-tijdige openbaarmaking van een periodiek verslag blijft verder buiten beschouwing.

b. Een misleidende voorstelling van zaken

In art. 2:139 BW wordt gesproken over een misleidende voorstelling van de *toestand van de vennootschap*. Dat is de toestand op de datum die in de verstrekte informatie als zodanig wordt vermeld respectievelijk aan het einde van het boekjaar waarop de jaarrekening en het jaarverslag betrekking heeft. Het artikel heeft geen betrekking op de vermelding van feiten uit het verleden tenzij daardoor een onjuist licht wordt geworpen op de gegevens met betrekking tot de toestand van de vennootschap. Ook prognoses omtrent de toekomst ('de verwachte gang van zaken', waarover in het jaarverslag mededeling moet worden gedaan) kunnen onder art. 2:139 BW vallen, indien die prognoses elke realiteitszin ontberen.

Wat zegt de wetsgeschiedenis over de vraag wanneer er sprake is van een misleidende voorstelling? Aanknopingspunten zijn te vinden in de toelichting op de art. 49b WvK (oud) en 52 WvK (oud), de voorlopers van art. 2:139/150 BW. Volgens de toelichting was het de bedoeling om bestuurders aansprakelijk te laten zijn wegens 'culpose onwaarheid in de balans'. Bij de aanpassing van art. 2:139 en

⁵⁹ Anders: Van Eeghen 2004, p. 574, 577.

⁶⁰ Overigens vermeldt de wetsgeschiedenis dat met de Wft-verklaringen "niet beoogd wordt wijzigingen aan te brengen in de aansprakelijkheidsregels ten aanzien van de jaarrekening van Nederlandse vennootschappen zoals die in het bijzonder zijn neergelegd in de art. 2:139 en 2:150 BW." Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 20. Zie uitvoeriger Strik 2009a, p. 149–154.

⁶¹ Van der Heijden & Van der Grinten 1992, nr. 262. Ook een misleidende "in control"-verklaring die in het jaarverslag is opgenomen kan leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders onder art. 2:139 BW. Zie daarover uitvoeriger Strik 2009a, p. 155–163.

2:150 BW aan de tweede EEG-richtlijn in 1981 werd in de kamerstukken vermeld dat de cijfers en het jaarverslag geen ‘welbewust scheve’ voorstelling van de toestand van de vennootschap mogen geven.⁶²

Volgens Van der Grinten mag gelet op deze wetsgeschiedenis eerst dan worden gesproken van een misleidende voorstelling, indien op onbehoorlijke wijze een onware voorstelling wordt gewekt. Er moet anders gehandeld zijn dan naar verkeersopvatting behoort te worden gehandeld.⁶³ Van Ginneken merkt op dat uit de tekst van de wet niet voortvloeit dat er sprake moet zijn van *welbewuste* misleiding.⁶⁴ Opzet of het oogmerk tot misleiding van bestuurders/commissarissen hoeft niet te worden bewezen.⁶⁵

Bij de beantwoording van de vraag wanneer er sprake is van een misleidende voorstelling, spelen de normen van het jaarrekeningenrecht een rol.⁶⁶ Relevante regels zijn opgenomen in Titel 9 van Boek 2 BW. Daarnaast kunnen uitgevende instellingen internationale verslaggevingsstandaarden (IAS/IFRS) toepassen (zie art. 2:362 lid 8 BW).⁶⁷ Art. 2:362 lid 1 BW bepaalt dat de jaarrekening een zodanig inzicht moet geven, volgens normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd, dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede voor zover de aard van een jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon. Volgens art. 2:391 BW moet het jaarverslag een getrouw beeld geven van de toestand op de balansdatum, de ontwikkeling gedurende het boekjaar en de resultaten van de rechtspersoon en van de groepsmaatschappijen waarvan de financiële gegevens in zijn jaarrekening zijn opgenomen.

Een noodzakelijke, maar niet voldoende voorwaarde voor misleidendheid van de jaarrekening is dat er in strijd is gehandeld met de van toepassing zijnde jaarrekeningregels.⁶⁸ Indien er geen specifieke regels van jaarrekeningenrecht zijn geschonden, kan nog steeds in strijd met het algemene inzietsvereiste van art. 2:362 lid 1 BW worden gehandeld.⁶⁹ Volgens Strik zou voor de vaststelling dat er sprake is van een misleidende voorstelling moeten worden gesteld en bewezen dat er zaken niet

62 *Kamerstukken II* 1979–80, 15 304, nr. 6, p. 38.

63 Handboek 1992, nr. 262.

64 Van Ginneken 2006, p. 166.

65 Aldus Strik 2007, p. 176; Strik 2005, p. 151; Wezeman 1998, p. 87; Kroeze 2006, p. 8, 12.

66 Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 470; Van Ginneken 2006, p. 153–154; Bras, Sdu Commentaar Ondernemingsrecht, art. 139; Strik 2007, p. 177–178.

67 Zie uitvoerig Beckman 2008, p. 295 e.v.

68 Strik 2007, p. 177.

69 In dit verband kan worden verwezen naar HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Co op), waarin de Hoge Raad oordeelde dat zelfs als het volgens het jaarrekeningenrecht was toegestaan om niet te consolideren, dit niet wegneemt dat de desbetreffende jaarrekeningen van Co op (die in prospectussen waren opgenomen) misleidend konden zijn. Door het niet consolideren en vermelden van het achterwege laten daarvan, werd aan het publiek de mogelijkheid onthouden zich ervan rekenschap te geven dat andere ondernemingen met Co op in een groep waren verbonden en dat daardoor het resultaat, de solvabiliteit en de liquiditeit negatief konden worden beïnvloed.

zijn vermeld of verkeerd zijn voorgespiegeld die van belang zijn voor de algehele oordeelsvorming omtrent de financiële positie van de vennootschap. In het arrest Sobi/KPN oordeelde de Hoge Raad dat aan de rechtspersoon in redelijkheid een bepaalde ruimte moet worden gelaten bij haar keuze voor de waardering van bepaalde posten. De jaarrekening is ook geen hard stuk, maar een gevolg van gemaakte keuzes, aldus Beckman.⁷⁰ Een enkele fout in de jaarrekening leidt er nog niet toe dat een jaarrekening zonder meer misleidend is.⁷¹ Bij de vaststelling of sprake is van een misleidende jaarrekening kan het oordeel van de Ondernemingskamer bij een over die jaarrekening gevoerde jaarrekeningprocedure uitkomst bieden.⁷²

In lijn met de rechtspraak over prospectusaansprakelijkheid, meen ik dat bij de beantwoording van de vraag of er sprake is van misleiding moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger (de 'maatman-belegger').⁷³ De mededeling is pas misleidend, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de maatman-belegger. Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend (en dus onrechtmatig), is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling.⁷⁴

c. Aansprakelijkheid van de accountant

Afzonderlijke behandeling behoeft de buitencontractuele aansprakelijkheid van de accountant op grond van art. 6:162 BW jegens beleggers voor een afgegeven goedkeurende verklaring bij een misleidende jaarrekening. Van belang hierbij is het Vie d'Or-arrest⁷⁵, waarin het onder meer ging om de vraag of de accountants aansprakelijk zijn jegens alle voormalige polishouders van levensverzekeringsmaatschappij Vie d'Or voor de individuele vermogensschade die de polishouders hebben geleden doordat Vie d'Or wegens insolventie niet aan haar verplichtingen uit de verzekeringsovereenkomst heeft kunnen voldoen. Volgens de Hoge Raad moet worden onderzocht wat van een redelijk handelend en redelijk bekwaam (externe register)accountant kan worden gevergd in het kader van een zorgvuldige uitoefening van zijn taak met het oog op de belangen van de polishouders bij de continuïteit van Vie d'Or. Vertaald naar het onderwerp van het onderhavige onderzoek zou het gaan om de vraag wat in dit verband kan worden gevergd van de accountant met het oog op de belangen van beleggers bij volledige en juiste informatievervalsing. Met betrekking tot de vereiste zorgvuldigheid stelt de Hoge

⁷⁰ Beckman 2005, p. 140.

⁷¹ Strik 2005, p. 151.

⁷² Bras, Sdu Commentaar Ondernemingsrecht, art. 139.

⁷³ Vgl. HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.2; HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.3.

⁷⁴ Vgl. HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4.

⁷⁵ HR 13 oktober 2006, JOR 2006/296 m.nt. H. Beckman; NJ 2008, 528 m.nt. C.C. van Dam onder NJ 2008, 529 (Vie d'Or).

Raad in het Vie d'Or-arrest kort gezegd voorop dat ook de belangen van derden zijn gemoeid met een goede taakuitoefening van de accountant en deze taakuitoefening mede een wezenlijk publiek belang dient (zie hierna uitvoeriger § 2.6.4.b in verband met de relativiteitseis). Bij de beantwoording van de vraag of de externe controlerende accountant heeft gehandeld in overeenstemming met de van hem in het concrete geval te vergen mate van zorg, komt het volgens de Hoge Raad aan op een beoordeling van alle omstandigheden van het geval. Vervolgens noemt de Hoge Raad een omstandighedencatalogus, die hier verder niet hoeft te worden besproken. Voor het onderhavige onderzoek is het van belang om op te merken dat het enkele feit dat de gecontroleerde jaarrekening achteraf misleidend blijkt te zijn nog geen aansprakelijkheid van de accountant meebrengt jegens het beleggende publiek.

2.3.4 Aansprakelijkheid wegens schending ad-hocinformatieverplichtingen

a. Inleiding

Op een uitgevende instelling rust op grond van art. 5:25i Wft kort gezegd de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Indien dit wordt nagelaten, handelt zij in strijd met een wettelijke plicht, dus in beginsel ook onrechtmatig ex art. 6:162 lid 2 BW.⁷⁶

Denkbaar is voorts dat de uitgevende instelling (onverplicht) ad-hocberichten openbaar maakt, maar dat deze *misleidend* zijn. Niet alleen onjuistheid van de mededeling, maar ook onvolledigheid kan een onrechtmatig karakter hebben. Bij misleidende ad-hocinformatie zal niet steeds sprake zijn van handelen in strijd met een wettelijke plicht in de zin van art. 6:162 lid 2 BW; het openbaar maken van onjuiste informatie zal wel kunnen worden gekwalificeerd als handelen in strijd met ongeschreven maatschappelijke zorgvuldigheidsregels.

Het onderscheid tussen beide vormen van misleiding valt in de praktijk niet steeds scherp te maken, bijvoorbeeld indien openbaar gemaakte koersgevoelige informatie onvolledig is.

b. Niet-tijdige publicatie van koersgevoelige informatie

Informatie is koersgevoelig indien zij (i) concreet is, (ii) rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling, (iii) niet openbaar is en (iv) openbaarmaking van de informatie een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten (art. 5:25i lid 2 jo. 5:53 lid 1 Wft).⁷⁷ Met de term 'significant' wordt bedoeld dat het moet gaan om informatie die 'betekenisvol' is, dat wil zeggen informatie die een

⁷⁶ In Nederland zijn reeds enkele schadevergoedingsacties gestart tegen beursvennootschappen die koersgevoelige informatie niet tijdig openbaar zouden hebben gemaakt. Illustratief zijn de acties van de VEB tegen Vedior en Numico, zie ook § 6.4.

⁷⁷ Zie uitvoerig over de betekenis van het begrip koersgevoelige informatie Nieuwe Weme & Stevens 2008.

‘niet onbetekenende mate’ van invloed op de koers kan hebben.⁷⁸ Het moet gaan om informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.⁷⁹ Het gaat bij de redelijk handelende belegger om een doorsnee van het beleggende publiek, zowel zittende als potentiële beleggers. Het gaat dus om een denkbeeldige persoon die staat voor de gemiddelde belegger.⁸⁰ Bij de beoordeling van de vraag of informatie als koersgevoelig moet worden aangemerkt, dient een *ex ante*-analyse te worden gemaakt. Het gaat erom of vooraf, op grond van de toen voorhanden informatie, in het licht van alle toen beschikbare informatie en ervaring, een significante koersbeweging te verwachten was.⁸¹ Omstreden is of er sprake is van koersgevoelige informatie als de markt een onjuiste perceptie heeft ten aanzien van de uitgevende instelling, en of de uitgevende instelling hierdoor dan de plicht heeft om de foutieve marktperceptie door een openbare mededeling weg te nemen.⁸² De AFM lijkt niet (meer) geneigd een correctieplicht aan te nemen op grond van art. 5:25i Wft.⁸³

Koersgevoelige informatie dient *onverwijld* algemeen verkrijgbaar te worden gemaakt (art. 5:25i lid 2 Wft). Onverwijld houdt in: zo spoedig mogelijk.⁸⁴ Uitstel is alleen geoorloofd als voldaan is aan de eisen van art. 5:25i lid 3 Wft. Op grond van dit artikellid is uitstel mogelijk indien: (a) het uitstel een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dient, (b) van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is, (c) zij de vertrouwelijkheid van deze informatie niet kan waarborgen.

De regelgeving bevat geen definitie van het begrip ‘rechtmatig belang’ en volstaat met het geven van voorbeelden (zie art. 4 lid 1 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft).⁸⁵ Voor het onderhavige onderzoek wijs ik in het bijzonder op het feit dat een uitgevende instelling een rechtmatig belang kan hebben bij uitstel indien daarmee wordt voorkomen dat openbaarmaking van de koersgevoelige informatie de uitkomst of het normale verloop van onderhandelingen kan beïnvloeden (art. 4 lid 1 sub a Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie

78 Hof Amsterdam 24 oktober 2003, JOR 2004/44, bekrachtigd door HR 31 mei 2005, JOR 2005/185, m.nt. J. Italianer (Flexovit); *Kamerstukken II* 2004–2005, 29 827, nr. 3, p. 8.

79 *Kamerstukken II* 2004–2005, 29 827, nr. 3, p. 8.

80 AFM-veelgestelde vragen 2007.

81 Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 213–214 wijzen erop dat uit het feit dat de koers niet reageert op een publicatie niet kan worden afgeleid dat de informatie niet kon worden aangemerkt als koersgevoelige informatie. Omgekeerd geldt volgens hen dat als op een persbericht een significante koersbeweging volgt, niet per definitie sprake was van koersgevoelige informatie. Een rechter kan dus in zijn motivering dat sprake is van koersgevoelige informatie niet volstaan met een verwijzing naar het feitelijke koersverloop.

82 Zie hierover Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 239–242, die oordelen dat er een correctieplicht bestaat indien een belangrijk deel van de markt dit onjuiste beeld heeft, de uitgevende instelling bekend is met de onjuistheid en de koers zich naar dit onjuiste beeld richt. De koersgevoelige informatie is in dat geval het feit dat het gerucht onjuist is.

83 Zie Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 241, nt. 242.

84 AFM-brochure koersgevoelige informatie 2007, p. 5.

85 Zie voor andere voorbeelden Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 247–254.

uitgevende instellingen Wft).⁸⁶ Schadeclaims van beleggers wegens vermeende schending van art. 5:25i Wft hebben vaak betrekking op overnamebesprekingen. Te denken valt aan de acties van de VEB tegen Vedior en Numico.⁸⁷

Ten aanzien van de voorwaarde dat er geen sprake is van publieksmisleiding door het uitstel merken Nieuwe Weme en Stevens terecht op dat ieder uitstel van publicatie van koersgevoelige informatie tot een zekere mate van misleiding leidt.⁸⁸ De markt wordt immers niet volledig geïnformeerd. Bedoeld zal zijn dat de misleiding die voortvloeit uit de toepassing van het uitstelrecht op zich voor lief moet worden genomen, maar dat het daarbij moet blijven. Het uitstelrecht vormt dus geen vrijbrief voor andere berichtgeving, die zonder de informatie in het uitgestelde bericht misleidend zou zijn. (Onjuiste) geruchtvorming en een opvallende koersontwikkeling kunnen aanleiding geven tot het oordeel dat niet is voldaan aan de voorwaarde van afwezigheid van publieksmisleiding indien publicatie van koersgevoelige informatie nog langer wordt uitgesteld.⁸⁹

Om de vertrouwelijkheid van de informatie te kunnen waarborgen, controleert de uitgevende instelling de toegang tot de informatie, en treft de uitgevende instelling afdoende maatregelen waardoor deze toegang wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met de informatie (art. 4 lid 2 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft).⁹⁰

⁸⁶ Zie voorts het Bob voor de openbaarmakingsverplichtingen van de onderhandelende partijen in de verschillende fasen van het biedingsproces.

⁸⁷ Zie Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls; Ondernemingsrecht 2009, p. 700–704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior) alsmede www.veb.net.

⁸⁸ Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 255.

⁸⁹ Zie Vrzgr. Rb. Rotterdam 8 juli 2009, JOR 2009/234 m.nt. G.T.J. Hoff (Vedior). In deze zaak ging het om een (vriendelijk) overnamebod van Randstad op Vedior. Gelet op het stadium van de overnamebesprekingen was er sprake van koersgevoelige informatie. De AFM had zich op het standpunt gesteld dat door de geruchtvorming omtrent de overnamegesprekken, waarbij Vedior als doelvennootschap werd genoemd, en gelet op de op 30 september 2007 sterk oplopende koers van het aandeel Vedior, misleiding van het publiek te duchten was. Het feit dat Adecco (ten onrechte) als bidder werd genoemd had volgens de AFM bovendien tot gevolg dat beleggers op het verkeerde been werden gezet. De voorzieningenrechter volgt de AFM hierin. Volgens de voorzieningenrechter is niet maatgevend of de berichtgeving in de media, die heeft geleid tot een flinke koersstijging in het aandeel Vedior, was gebaseerd op volledig juiste informatie of dat die geruchten afkomstig waren van Vedior zelf. Het gaat erom dat Vedior beschikte over voorwetenschap die, indien die wetenschap bij het publiek bekend was, er naar alle verwachting toe zou leiden dat het publiek zich niet (langer) zou hebben laten leiden door die onjuiste geruchtvorming. Naar het voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter heeft Vedior door te wachten met publicatie van de koersgevoelige informatie art. 5:59 lid 1 Wft (oud) – de voorloper van art. 5:25i Wft – overtreden.

⁹⁰ Zie over deze voorwaarde – die destijds was opgenomen in art. 14 lid 2 Besluit marktmisbruik Wft (oud) – ook Rb. 3 september 2008, JOR 2008/274 m.nt. G.T.J. Hoff (Numico), waarin de voorwaarde aldus wordt uitgelegd dat *als* de uitgevende instelling bedoelde maatregelen →

c. Misleidende ad-hocinformatie

Een uitgevende instelling kan ad-hocberichten openbaar maken die misleidend zijn, bijvoorbeeld omdat zij onjuiste informatie bevatten of onvolledig zijn. Het kan ook gaan om uitlatingen van bestuurders, die aan de uitgevende instelling worden toegerekend.⁹¹ Bestuurders kunnen ook persoonlijk aansprakelijk zijn indien hun een voldoende ernstig persoonlijk verwijt kan worden gemaakt.⁹² Aansprakelijkheid kan worden gebaseerd op art. 6:162 BW, hoewel denkbaar is dat de mededelingen onder omstandigheden tevens vallen onder de regelingen van art. 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW.

Illustratief voor de situatie van misleidende ad-hocinformatie is de zaak VEB/Philips.⁹³ Philips had positief gestemde informatie verstrekt omtrent de gang van zaken in haar bedrijf en haar toekomstverwachtingen, beginnend met een persconferentie van 26 of 27 oktober 1989 en eindigend met een aandeelhoudersvergadering van 10 april 1990. Volgens de VEB had Philips onrechtmatig gehandeld jegens diegenen die toen, vertrouwend op die informatie, tot aankoop van aandelen Philips zijn overgegaan. De overwegingen van het hof⁹⁴ inzake de normen die aan feitelijke mededelingen en prognoses gesteld kunnen worden, en die in cassatie in stand blijven, luiden als volgt:

“18. Normen die aan feitelijke mededelingen en prognoses gesteld kunnen worden:
(...)

Met recht en reden heeft de rechtbank overwogen, dat mededelingen omtrent behaalde resultaten juist en volledig moeten zijn. De begrippen “juist” en “volledig” zullen evenwel *ingevuld* dienen te worden aan de hand van de gangbare gebruiken en begrippen.

Indien, bijvoorbeeld, voor de waarderingssystematiek een methode wordt gekozen die gangbaar en algemeen aanvaard is, en die voorts consistent wordt toegepast, zullen de aldus gepresenteerde waarden veelal als “juist” kunnen worden aangemerkt.

En met “volledigheid” wordt niet bedoeld dat elke paperclip moet worden verantwoord, doch wel dat alle gebruikelijke gegevens van financiële en bedrijfseconomische aard, welke voor een verantwoorde oordeelsvorming door (aspirant-) beleggers van doorslaggevend belang zijn, alsmede eventuele buitengewone gegevens die weliswaar niet gebruikelijk worden vermeld, doch desondanks - gelet op

heeft getroffen de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie *voldoende is gewaarborgd*. Niet meer relevant is of de getroffen maatregelen *effectief* zijn gebleken om het resultaat, dat wil zeggen het waarborgen van de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie, te verwezenlijken. Zie hierover in kritische zin de noot van Hoff.

91 HR 7 april 1979, NJ 1980, 34 (Kleuterschool Babbel).

92 Vgl. HR 25 november 1927, NJ 1928, 364 m.nt. P. Scholten (Kretschmar/Mendes de Leon); HR 20 juni 2008, JOR 2008/260 m.nt. Y. Borrius (Willemsen/NOM).

93 HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer.

94 Te kennen uit HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer.

bijzondere omstandigheden - van dien aard zijn dat de vennootschap moet begrijpen dat (aspirant)beleggers een rechtens te respecteren belang bij kennisneming daarvan hebben, worden gepresenteerd. (...)

19. Overigens kan in het presenteren van op zich juiste en volledige feitelijke gegevens een verwachting voor de toekomstige ontwikkelingen besloten liggen; zulks kan misleidend zijn indien op dat moment reeds ontwikkelingen bekend, voorzien of redelijkerwijze voorzienbaar zijn op grond waarvan die verwachting voor de toekomstige ontwikkelingen niet meer houdbaar is.

20. Dat prognoses een onzeker element bevatten is vanzelfsprekend, en de beleggers zullen zich daarvan bewust zijn althans dienen te zijn. Het bestaan van dat aan prognoses inherente onzekere element behoeft een vennootschap er niet van te weerhouden die prognose naar buiten te brengen. In zoverre heeft de rechtbank terecht geoordeeld dat aan de "juistheid" van prognoses minder zware eisen dienen te worden gesteld dan aan de juistheid van mededelingen omtrent behaalde resultaten. Wel mag echter worden verwacht, dat die prognoses gebaseerd zijn op en gerechtvaardigd worden door "juiste en volledige" (in de zin van de hiervoor weergegeven overwegingen) gegevens, in aanmerking genomen de bekende, voorziene en redelijkerwijs voorzienbare ontwikkelingen. (...)"

In bovenstaande overwegingen vult het hof in wat onder 'juiste' en 'volledige' informatie moet worden verstaan. Toepassing van algemeen aanvaarde en consistent toegepaste waarderingsmethoden zal in beginsel leiden tot het oordeel dat de verstrekte informatie juist is. De eis van volledigheid houdt kort gezegd in dat gebruikelijke gegevens van financiële en bedrijfseconomische aard die van belang zijn voor een verantwoorde oordeelsvorming, alsmede buitengewone gegevens die gelet op de omstandigheden van het geval van belang zijn, worden verstrekt. Informatie kan desalniettemin misleidend zijn indien in de verstrekte 'juiste' en 'volledige' gegevens een toekomstverwachting besloten ligt die op grond van op dat moment bekende feiten en omstandigheden niet houdbaar is. Het hof differentieert in navolging van de rechtbank bij de eis van juistheid van de gegevens terecht nog naar de aard van de informatie. Aan de juistheid van prognoses kunnen minder zware eisen worden gesteld dan aan de juistheid van mededelingen omtrent behaalde resultaten.

Het hof gaat vervolgens in op de vraag in hoeverre mededelingen in onderling verband moeten worden gezien:

"21. VEB wenst de diverse gebeurtenissen met name (ook) in hun onderlinge verband te bezien, nu immers indrukken niet ontstaan als gevolg van geïsoleerde uitslatingen, doch juist ook als gevolg van een bepaald patroon van uitslatingen die over een zeker tijdsverloop zijn gedaan.

Philips daarentegen analyseert elk van de gebeurtenissen op zich, om vervolgens tot de conclusie te komen dat bij geen van die afzonderlijke gebeurtenissen normen zijn overschreden.

22. Beide aspecten zijn van belang.

Indrukken kunnen niet enkel gewekt worden door bepaalde geïsoleerde uitlatingen, doch daarbuiten kan ook van de omstandigheid dat uitlatingen een doorlopend of herhaald karakter hebben, een bepaalde suggestie uitgaan. Anderzijds dient duidelijk te worden waar de cesuur ligt tussen wat nog wel, en wat niet meer als aanvaardbaar kan worden aangemerkt.”

Een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap kan dus ook ontstaan door een combinatie van mededelingen die wellicht op zichzelf beschouwd niet, maar in combinatie wel misleidend zijn. De Hoge Raad oordeelt dat deze overwegingen van het hof niet onbegrijpelijk zijn.

In lijn met de rechtspraak over prospectusaansprakelijkheid, meen ik dat bij de beantwoording van de vraag of er sprake is van misleiding moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger (de ‘maatman-belegger’).⁹⁵ De mededeling is pas misleidend, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de maatman-belegger. Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend (en dus onrechtmatig), is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling.⁹⁶

2.4 Toerekenbaarheid

2.4.1 Inleiding

Voor aansprakelijkheid op grond van art. 6:162 BW is vereist dat een onrechtmatige daad aan de dader kan worden toegerekend. Met de toerekening wordt een verband gelegd tussen de dader en zijn gedraging. Op grond van art. 6:162 lid 3 BW kan de onrechtmatige daad aan de dader worden toegerekend indien zij te wijten is aan zijn schuld of aan een oorzaak die krachtens de wet of de in het verkeer geldende opvattingen voor zijn rekening komt.

Hieronder zal ik slechts zeer kort ingaan op de toerekening bij de verschillende aansprakelijkheidsgrondslagen, omdat mijns inziens de dogmatische eis van toerekenbaarheid in geval van misleiding op de effectenmarkt – anders dan de eisen van onrechtmatigheid en relativiteit – weinig raakvlakken vertoont met de vereisten van schade en causaal verband.

⁹⁵ Vgl. HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.2; HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.3.

⁹⁶ Vgl. HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4.

2.4.2 Aansprakelijkheid wegens een misleidend prospectus

Voor zover de vordering tot schadevergoeding tegen de uitgevende instelling, bestuurders/commissarissen, begeleidende banken en/of andere adviseurs op art. 6:162 BW wordt gegrond, gelden er geen bijzondere regels inzake de toerekenbaarheid. Veelal zal met de onrechtmatigheid/onzorgvuldigheid van de gedraging tevens de schuld van de aansprakelijke (rechts)persoon gegeven zijn, of toerekening op basis van de verkeersopvattingen plaats kunnen vinden.

Indien particuliere beleggers hun schadeclaim onderbouwen met een beroep op de regeling inzake oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a e.v. BW), voorziet deze wet in een verlichting van de bewijslast ter zake van de toerekening. Indien op grond van art. 6:193b BW onrechtmatig door de handelaar is gehandeld, is hij voor de dientengevolge ontstane schade aansprakelijk, tenzij hij bewijst dat zulks noch aan zijn schuld is te wijten noch op andere grond voor zijn rekening komt (art. 6:193j lid 2 BW).

Indien de vordering tot schadevergoeding wordt gebaseerd op de regeling inzake misleidende reclame, geldt op grond van art. 6:195 lid 2 BW een bijzondere regeling inzake de toerekenbaarheid. Indien volgens art. 6:194 BW onrechtmatig is gehandeld door iemand die inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele zelf heeft bepaald of doen bepalen, is hij voor de dientengevolge geleden schade aansprakelijk, tenzij hij bewijst dat zulks noch aan zijn schuld is te wijten noch op andere grond voor zijn rekening komt. Art. 6:195 lid 2 BW geeft dus een vermoeden van schuld, maar met mogelijkheid tot disculpatie.⁹⁷ Disculpatie zal volgens de parlementaire geschiedenis slechts bij hoge uitzondering opgaan.⁹⁸ In het Coopag-arrest zijn in dit verband door de Hoge Raad enkele regels geformuleerd voor het door de *lead manager* te verrichten *due diligence*-onderzoek.⁹⁹

2.4.3 Aansprakelijkheid wegens misleidende periodieke verslagen

Voor aansprakelijkheid van de *vennootschap* ex art. 6:162 BW dienen beleggers aan te tonen dat haar een verwijt kan worden gemaakt.¹⁰⁰ Met het verwijt zal ook de toerekenbaarheid in beginsel zijn gegeven.

97 De ratio voor het bewijsvermoeden is dat degene die door een misleidende mededeling schade heeft geleden doorgaans moeilijk het bewijs zal kunnen leveren dat bijvoorbeeld de adverteerder schuld had aan de misleiding. Zie *Kamerstukken II* 1975/76, 13 611, nr. 3, p. 13.

98 *Kamerstukken II* 1975/76, 13 611, nr. 3, p. 15.

99 Zie HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade. De Hoge Raad heeft in zijn arrest aan de bank/lead manager de handreiking gedaan dat een duidelijke *disclaimer* in het prospectus af kan doen aan de bewijslastomkering van art. 6:195 BW. Op de bank rust niet een soort risicoaansprakelijkheid voor een misleidend prospectus. Zie over dit *due diligence*-onderzoek verder uitvoerig Blom 1996, p. 102–139.

100 Beckman 1994, p. 131.

Voor aansprakelijkheid van *bestuurders* ex art. 2:139 BW behoeven beleggers niet te stellen dat de misleidende voorstelling van zaken aan de bestuurders kan worden toegerekend. Indien vaststaat dat de jaarrekening misleidend was, wordt verwijtbaarheid verondersteld.¹⁰¹ Bestuurders kunnen echter bewijzen dat de misleidende voorstelling van zaken niet aan hen te wijten is. Indien zij daarin slagen, zijn zij bevrijd van aansprakelijkheid (zie art. 2:139 tweede zin BW). Kroeze spreekt over een quasi-risicoaansprakelijkheid.¹⁰²

Voor *commissarissen* die uit hoofde van art. 2:150 BW worden aangesproken voor een misleidende jaarrekening gelden vergelijkbare regels. De commissaris die bewijst dat de als gevolg van een misleidende jaarrekening geleden schade niet aan een tekortkoming zijnerzijds in het *toezicht* is te wijten, is niet aansprakelijk. In de literatuur wordt betwijfeld of de onderkenning van de toezichthoudende rol van de commissaris in werkelijkheid bescherming biedt.¹⁰³

Art. 5:25c lid 2 onderdeel c Wft onderscheidenlijk art. 5:25d lid 2 onderdeel c Wft vereist bij de jaarlijkse en de halfjaarlijkse financiële verslaggeving te voegen verklaringen van de bij de uitgevende instelling als ter zake verantwoordelijk aangewezen personen.¹⁰⁴ Deze verklaringen dienen kort gezegd in te houden dat, voor zover bekend, de in de financiële verslaggeving opgenomen gegevens een getrouw beeld geven van de (financiële) toestand waarin de uitgevende instelling verkeert. Volgens de toelichting is met deze verklaringen niet beoogd een wijziging aan te brengen in de aansprakelijkheidsregels ten aanzien van de financiële verslaggeving van Nederlandse vennootschappen.¹⁰⁵

101 Beckman 1994, p. 131; Van Ginneken 2006, p. 155; Strik 2005, p. 151–152.

102 Kroeze 2006, p. 12. Algemeen wordt aangenomen dat bestuurders niet snel zullen slagen in het te leveren bewijs. Het financiële beleid behoort tot de kerntaken van het bestuur, dat hiervoor collectief verantwoordelijk is. Zie Van Ginneken 2006, p. 155–156; Strik 2005, p. 151–152; Huizink, Losbl. Rp., art. 139, aant. 5.

103 Van Ginneken 2006, p. 156. De wet spreekt niet over een *ernstige* tekortkoming of *ernstige* verwijtbaarheid, maar simpelweg over een tekortkoming. De aansprakelijkheid van de commissaris wordt daardoor potentieel zeer ruim. Elke tekortkoming in het toezicht leidt tot aansprakelijkheid. Wel is in de literatuur gesuggereerd dat disculpatie voor commissarissen eenvoudiger zal zijn dan voor bestuurders, omdat eerstgenoemden geen eigen onderzoek kan worden verlangd. Zij mogen – in beginsel – afgaan op het voorbereidende werk van het bestuur en de controlerende arbeid van de accountant. Voor commissarissen van beursvennootschappen, in het bijzonder voor de financieel expert en de leden van de auditcommissie, lijkt de ruimte voor disculpatie minder groot. Zie over het voorgaande Van der Grinten/Van der Heijden 1992, nr. 300; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 516; Van Ginneken 2006, p. 156–157.

104 Art. 2:101 lid 2 BW legt die verantwoordelijkheid voor de jaarrekening duidelijk vast voor de bestuurders en de commissarissen. Een vergelijkbare bepaling ontbreekt vooralsnog voor de halfjaarlijkse financiële verslaggeving.

105 Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 20.

2.4.4 Aansprakelijkheid wegens schending ad-hocinformatieverplichtingen

In geval van aansprakelijkheid wegens niet-tijdige publicatie van koersgevoelige informatie en misleidende ad-hocinformatie gelden er geen bijzondere regels inzake de toerekenbaarheid. De grondslag voor aansprakelijkheid moet worden gevonden in art. 6:162 BW.

Voor zover de uitgevende instelling wordt aangesproken, kan niet-naleving van de plicht tot onverwijld publicatie van koersgevoelige informatie worden aangemerkt als onrechtmatig handelen. Daarmee zal de schuld in beginsel een gegeven zijn. Indien het gaat om misleidende ad-hocmededelingen, geldt een vergelijkbare redenering. Met de onrechtmatigheid van het handelen staat in beginsel tevens de schuld vast. Het is aan de uitgevende instelling om omstandigheden aan te voeren die tot het oordeel leiden dat de onrechtmatige gedraging niet kan worden toegerekend.

Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen zal eveneens moeten worden gebaseerd op art. 6:162 BW. Aan hen zal een voldoende ernstig persoonlijk verwijt moeten kunnen worden gemaakt, alvorens een doorbraak van aansprakelijkheid kan worden aangenomen.¹⁰⁶ Indien zij ernstig verwijtbaar hebben gehandeld, kan de onrechtmatige daad in beginsel worden toegerekend.¹⁰⁷

2.5 Schade, causaal verband en vermindering van de vergoedingsplicht

2.5.1 Inleiding

De wettelijke grondslagen voor een vordering tot schadevergoeding (art. 6:162 BW, art. 6:193a-193j, art. 6:194-195 BW, art. 2:139/150 BW) kennen alle de voorwaarde dat er sprake is van schade, die is veroorzaakt door het onrechtmatig handelen. Hieronder zal ik enkele algemene opmerkingen maken over schade (§ 2.5.2), het vereiste van oorzakelijk verband (§ 2.5.3) en de mogelijkheid tot vermindering van de schadevergoedingsplicht (§ 2.5.4).

2.5.2 Schade

a. Het begrip schade; vermogensschade en ander nadeel

De invulling van het begrip schade is door de wetgever grotendeels aan de rechtspraak en de doctrine overgelaten. In de literatuur bestaat discussie over de

¹⁰⁶ Vgl. HR 25 november 1927, NJ 1928, 364 m.nt. P. Scholten (Kretschmar/Mendes de Leon); HR 20 juni 2008, JOR 2008/260 m.nt. Y. Borrius (Willemssen/NOM).

¹⁰⁷ Zie over de rol van het criterium van de ernstige verwijtbaarheid voor de toerekenbaarheid uitvoerig Strik 2009b.

vraag of schade een zuiver feitelijk, of een juridisch begrip is.¹⁰⁸ De *gevolgen* van de verschillende opvattingen lijken in de praktijk echter niet ver uiteen te lopen.¹⁰⁹ Voor het doel van dit onderzoek is het niet nodig om uitvoerig op deze discussie in te gaan. In navolging van Hartkamp en Sieburgh neem ik aan dat waar de wet spreekt over vergoeding van schade, voortspuitend uit een onrechtmatige daad, met het woord 'schade' bedoeld wordt op het feitelijk nadeel dat uit die onrechtmatige daad voortvloeit.¹¹⁰

Volgens de wet bestaat de schade die moet worden vergoed in vermogensschade en ander nadeel, dit laatste voor zover de wet op vergoeding hiervan recht geeft (art. 6:95 BW). *Vermogensschade* omvat zowel geleden verlies als gederfde winst (art. 6:96 lid 1 BW). Art. 6:96 lid 2 BW somt vervolgens enige categorieën van kosten op die mede voor vergoeding in aanmerking komen, waarover zonder wettelijke bepaling in meer of mindere mate twijfel mogelijk zou zijn.¹¹¹ De wetgever heeft zich niet gewaagd aan een nadere omschrijving van vermogensschade. Hartkamp & Sieburgh omschrijven vermogensschade als het nadeel, door de schuldeiser in zijn vermogen geleden. Het gaat om 'stoffelijke', 'materiële', 'geldelijke', 'op geld waardeerbare' schade.¹¹² Bloembergen benadrukt ten aanzien van het begrip vermogen dat het niet gaat om vermogen in juridische zin, maar om vermogen in financieel-economische zin.¹¹³ De wet bevat geen omschrijving van *ander nadeel* in de zin van art. 6:95 BW; het begrip wordt slechts afgezet tegen vermogensschade. In de gevallen waarin de wet een recht op vergoeding van ander nadeel dan vermogensschade aanvaardt (zie art. 6:106 BW¹¹⁴), gaat het steeds om schade aan de persoon die zich uit in de gevoelswereld. Men zou kunnen spreken van 'vermindering van welzijn'.¹¹⁵ Deze schade wordt dan ook wel omschreven als 'onstoffelijke', 'immateriële', 'morele', 'ideële', 'niet op geld waardeerbare', 'niet economische', 'extrapatriomoniale' schade.¹¹⁶ In veel gevallen zullen beide schadesoorten (vermogensschade en immateriële schade) zich voordoen, zij het dat immateriële schade dan niet steeds voor vergoeding in aanmerking komt. Hoewel meestal duidelijk zal zijn wanneer er sprake is van vermogensschade of van ander nadeel in de zin van art. 6:95 BW,

108 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 13-15; Lindenberg (Mon. Nieuw BW B34) 2008, nr. 32.

109 Lindenberg 2008 (Mon. Nieuw BW B34), p. 48.

110 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 13.

111 Het gaat om (a) redelijke kosten ter voorkoming of beperking van schade die als gevolg van de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust, mocht worden verwacht; (b) redelijke kosten ter vaststelling van schade en aansprakelijkheid; (c) redelijke kosten ter verkrijging van voldoening buiten rechte, wat de kosten onder b en c betreft, behoudens voor zover in het gegeven geval krachtens art. 241 Rv de regels van proceskosten van toepassing zijn.

112 Asser/Hartkamp & Sieburgh 2009 6-II*, nr. 139.

113 Bloembergen 1965, nr. 17.

114 Zie voor enkele andere wettelijke bepalingen die voorzien in een recht op vergoeding van ideële schade Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 142.

115 Lindenberg 1998, p. 84; Lindenberg 2008 (Mon. BW B34), nr. 42.

116 Asser/Hartkamp & Sieburgh 2009 6-II*, nr. 139.

wordt in de literatuur gewezen op een aantal twijfelgevallen.¹¹⁷ Te denken valt aan uitgaven die hun doel missen. Het gaat hierbij om uitgaven die ertoe strekken een bepaald genot te verwerven, maar uiteindelijk tevergeefs zijn gedaan omdat als gevolg van een onrechtmatige gedraging het genot wordt gederfd. De twijfel ontstaat doordat ‘genot’ wordt geacht te behoren tot de immateriële sfeer. Een ander geval betreft kosten ter voorkoming of beperking van immateriële schade. Hierbij wordt immateriële schade *getransformeerd* in vermogensschade, zoals bij kosten van pijnbestrijding. Een derde voorbeeld is verlies van tijd. Tijd is als zodanig geen vermogensbestanddeel. Niettemin heeft de Hoge Raad de tijd die wordt besteed aan de verzorging van een gewond kind als vermogensschade aangemerkt, omdat daarvoor ook professionele derden hadden kunnen en mogen worden ingeschakeld.¹¹⁸ Ook kan verloren tijd leiden tot inkomensvermindering en dus vermogensschade.

In dit onderzoek over misleiding van beleggers laat ik ‘ander nadeel’ in de zin van art. 6:95 BW buiten beschouwing. Wellicht is denkbaar dat een belegger verdrietig en boos is als hij ontdekt dat hij is misleid, maar het lijkt mij vrijwel uitgesloten dat deze vorm van immateriële schade voor vergoeding in aanmerking komt ex art. 6:106 BW.¹¹⁹ Ik acht het daarom niet nodig om hier verder aandacht aan te besteden. Binnen de categorie vermogensschade onderscheid ik geen andere verschijningsvormen dan geleden verlies en gederfde winst (even afgezien van art. 6:96 lid 2 BW).¹²⁰ Ik abstraheer van immateriële schade of verloren tijd die wordt getransformeerd in vermogensschade. In de procespraktijk speelt dit namelijk nauwelijks een rol.¹²¹ De etiketten ‘geleden verlies’ en ‘gederfde winst’ zijn voor dit onderzoek niet van wezenlijk belang. Volgens Lindenbergh heeft het onderscheid rehtens geen gevolgen, en kan het in feite worden gemaakt bij iedere vorm van aansprafmskelijkheid.¹²²

117 Lindenbergh 1998, p. 84 e.v.; Lindenbergh 2008 (Mon. BW B34), nr. 42.

118 HR 28 mei 1999, NJ 1999, 564 m.nt. A.R. Bloembergen (Theeongeval Losser).

119 Zie voor de strenge criteria die hiervoor worden gehanteerd buiten het geval van letselschade HR 22 februari 2002, NJ 2002, 240 m.nt. J.B.M. Vranken (Kindertaxi). Evenzo Van Luyn & Du Perron 2004, p. 276. Vgl. voor afwijzing van een vordering tot vergoeding van immateriële schade in beleggingszaken onder meer KCHB 27 augustus 2001, nr. 10; KCHB 15 december 2003, nr. 65; KCD 20 oktober 2003, nr. 155; KCD 14 oktober 2004, nr. 157; KCD 2 mei 2006, nr. 102; KCD 5 juli 2006, nr. 125; KCD 25 april 2007, nr. 28.

120 In § 4.4.1.b zal ik nog ingaan op de vraag of onder het begrip verlies ook kan worden verstaan het te veel betaalde bedrag bij aankoop van een effect indien de vennootschap een te rooskleurige voorstelling van zaken geeft.

121 Zie voor een voorbeeld van afwijzing van een vordering tot vergoeding wegens verloren tijd KCHB 27 augustus 2001, nr. 10; KCD 2 mei 2006, nr. 102. Zie echter KCD 4 maart 2004, nr. 36, JOR 2004/113 voor toewijzing van een vergoeding voor geleden ongemak.

122 Lindenbergh 2008 (Mon. Nieuw BW B34), nr. 44.

In de literatuur worden ook andere onderscheidingen aangebracht binnen het begrip schade, zoals die tussen persoonsschade, zaakschade en zuivere vermogensschade.¹²³ Persoonsschade is de schade die het gevolg is van de aantasting van de menselijke persoon. Bij zaakschade gaat het om schade die het gevolg is van de beschadiging of vernietiging van een zaak. Zuivere vermogensschade is het nadeel dat niet is zaakschade of persoonsschade. Aangenomen wordt wel dat vergoeding van persoonsschade hoge prioriteit heeft, terwijl vergoeding van zuivere vermogensschade eerder achterwege kan blijven (zie ook § 2.5.3.e). In het onderhavige onderzoek staat uitsluitend zuivere vermogensschade van beleggers centraal. Een effect is immers geen zaak en persoonsschade is praktisch gezien niet van belang in misleidingszaken, zoals ik hierboven betoogde.

Voor de goede orde vermeld ik nog dat in het *processuele debat* niet altijd op dezelfde manier over het begrip schade wordt gesproken. In dit verband is relevant wat Bloembergen opmerkt over het in zijn ogen causale karakter van het schadebegrip:¹²⁴

“[D]e schade [is] niet te omschrijven (...) zonder uitdrukkelijk of stilzwijgend in de omschrijving op te nemen, dat zij door een bepaalde gebeurtenis veroorzaakt is. Schade is altijd het gevolg van een zekere gebeurtenis; het is een – nadelige – verandering, die er zonder invloed van die gebeurtenis niet zou zijn geweest. (...) Het is vooral goed zich dit causale karakter van het schadebegrip voor ogen te houden, als er naast de onrechtmatige daad nog een andere schadetoebrengende gebeurtenis in het spel is. Men kan dan vaak tweeërlei redeneermethode volgen. In de eerste plaats kan men als uitgangspunt nemen, dat er schade geleden is en zich vervolgens afvragen, wat nu de oorzaak is: de onrechtmatige daad of de andere gebeurtenis. Men kan zich echter ook afvragen: is er wel schade geleden, want zou precies dezelfde situatie niet zonder de onrechtmatige daad ook ontstaan zijn.”

Bovenstaande passage is ook relevant bij schadeclaims van beleggers. In veel schadevergoedingsacties die door beleggers worden aangespannen, heeft er een koersdaling plaatsgevonden die zowel door externe factoren als door (bekendwording van de) misleiding kan zijn veroorzaakt. In de processtukken kan de waardedaling schade worden genoemd en vervolgens de discussie zijn toegespitst op de vraag of deze is veroorzaakt door (bekendwording van) de misleidende voorstelling van zaken, dan wel door externe omstandigheden. Denkbaar is ook dat het processuele debat is geplaatst in de sleutel van de vraag of er wel schade is geleden, want zou niet precies dezelfde waardedaling zich hebben voorgedaan als er geen sprake was geweest

123 Lindenberg 2008 (Mon. BW B34), nr. 45. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 27 maken het onderscheid ook binnen het begrip vermogensschade. Dit is mogelijk, zij het dat men zich dan moet realiseren dat bijvoorbeeld het begrip persoonsschade ook *immateriële* schade omvat. Zie Hartlief 2009, Verbintenissen uit de wet en Schadevergoeding, nr. 204.

124 Bloembergen 1965, p. 14–15.

van een misleidende voorstelling van zaken? In het laatste geval heeft men bij het spreken over schade stilzwijgend aangenomen dat deze moet voortvloeien uit een misleidende voorstelling van zaken.¹²⁵ Afhankelijk van de wijze waarop partijen het processuele debat voeren, kan het bewijsprobleem worden gezien als een van causaal verband *of* een van het bestaan van schade.¹²⁶ In beide gevallen moet dezelfde wegdenkoefening worden uitgevoerd. In hoofdstuk 5 zal ik de bewijsproblematiek behandelen vanuit de invalshoek van het causaal verband.

b. Schadeberekening en schatting; vergelijkingsmethode

In het Nederlandse recht wordt bij het vergoeden van schade (die voortvloeit uit een onrechtmatige daad) in beginsel de toestand zoals deze in werkelijkheid is, vergeleken met de toestand zoals die (vermoedelijk) zou zijn geweest indien het schadeveroorzakende feit niet zou hebben plaatsgevonden.¹²⁷ Mommsen verwoordde dit als volgt:¹²⁸

“Die Differenz zwischen dem Betrage des Vermögens, wie derselbe in einem gegebenen Zeitpunkte ist, und dem Betrage, welchen dieses Vermögen ohne die Dazwischenkunft eines bestimmten beschädigenden Ereignisses in dem zur Frage stehenden Zeitpunkte haben würde.”

Uit de omschrijving blijkt dat er sprake is van een hypothetisch element.¹²⁹ Het gaat niet om een vergelijking met de toestand zoals deze vroeger *was*, maar om een vergelijking met de – hypothetische – toestand zoals deze zonder de schade-toebrengende gebeurtenis *zou zijn geworden*. Mommsen spreekt verder over vergelijking van de *vermogenstoestand*. In het onderhavige onderzoek zal ik ook uitsluitend spreken over de vermogenstoestand van de belegger, waarmee ik doel op

125 In deze zin lijkt bijvoorbeeld de overweging van de Hoge Raad in het World Online-arrest (HR 27 november 2009, LJN: BH2162) te kunnen worden gelezen: “Opmerking verdient ten slotte dat ten aanzien van het *bestaan* en de omvang *van de schade*, alsmede het causaal verband als bedoeld in art. 6:98 BW, in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden”. Het zal hier dus gaan om schade als bedoeld in afdeling 6.1.10 BW, waarbij het condicio sine qua non-verband tussen de normschending en die schade een feit is.

126 Enzo Pijs 2009b, p. 189–190. Buiten het geval van de onrechtmatige daad kan dit anders liggen. Zo betoogt Hartkamp 2001, p. 12–13 dat bij ongerechtvaardigde verrijking er sprake kan zijn van schade in de zin van art. 6:95 e.v. BW, *zonder* dat er sprake is van een condicio sine qua non-verband tussen de aansprakelijkheidsgrond – de (ongerechtvaardigde) verrijking – en die schade. De vraag naar het bestaan van schade in de zin van art. 6:95 e.v. BW valt dan niet samen met de vraag naar het causaal verband tussen de aansprakelijkheidsgrond en de *gestelde* schade.

127 Zie bijv. HR 28 maart 2003, NJ 2003, 389; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 31.

128 Mommsen 1855, p. 3.

129 Het hypothetische element in de vergelijkingsmethode levert in de praktijk bewijsproblemen op (zie daarover § 5.3 e.v.).

het vermogen in financieel-economische zin (zie § 2.5.2.a).¹³⁰ Ten slotte merk ik op dat de werkelijke en hypothetische vermogenstoestand worden vergeleken op een bepaald *tijdstip*. De schade(omvang) kan hierdoor afhangen van het gekozen tijdstip.

Door middel van de bedoelde vermogensvergelijkingsmethode kan worden bepaald welke schade *feitelijk* voortvloeit uit de misleidende voorstelling van zaken (op een bepaald tijdstip). Ik werk dit uit in § 4.4, waar ik diverse gevalstypen onderscheid. De aldus bepaalde feitelijke schade(omvang) is niet noodzakelijk gelijk aan de schade(omvang) die *rechtens* voor vergoeding in aanmerking komt. Het juridische kader van afdeling 6.1.10 BW bepaalt de omvang van de vergoedingsplicht (zie § 4.5 en § 4.6).

Een nauwkeurige berekening van de schade is in vele gevallen niet mogelijk. De hoogte van de schade zal dan moeten worden geschat, waarvoor art. 6:97 BW een basis biedt. De uitspraken van de Klachtencommissie DSI (tegenwoordig de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening) bieden diverse voorbeelden van deze wijze van schadevaststelling in het geval dat beleggers schadevergoeding vorderen wegens schending van een zorgplicht door een financiële dienstverlener.¹³¹ De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest ook uitdrukkelijk overwogen dat de rechter in misleidingszaken de schade kan schatten, indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld (zie hierover ook § 5.3.4).¹³²

In de rechtspraak van de Hoge Raad is verschillende malen een abstracte of objectieve wijze van schadevaststelling toegepast, in afwijking van een concrete of subjectieve wijze van schadevaststelling. Art. 6:97 BW geeft een wettelijk basis aan deze wijze van schadebegroting. Anders dan bij de concrete methode houdt de rechter bij de abstracte methode niet zozeer rekening met de bijzonderheden van het desbetreffende geval en de concrete omstandigheden waarin de benadeelde zich bevindt, maar gaat hij na hoe groot in het algemeen de schade is van een benadeelde die in een gelijksoortige positie verkeert als de eiser in het geding. Deze wijze van schadevaststelling is aanvankelijk toegepast op gevallen van een tekortkoming in de nakoming van een koopovereenkomst met betrekking tot goederen met een marktprijs. Later heeft de Hoge Raad het toepassingsgebied uitgebreid. In misleidingszaken zou ik willen vasthouden aan het uitgangspunt van concrete schadeberekening. Dit is in overeenstemming met de gedachte dat uitsluitend de werkelijk geleden schade moet worden vergoed, en dat schadevergoeding derhalve niet resulteert in een ongerechtvaardigde verrijking van de schadevorderende partij. Zie voor de peildatum die moet worden gehanteerd voor de schadevaststelling in misleidingszaken overigens § 4.5.3.a en § 4.5.4.a.

130 Vgl. Lindenberg 2008 (Mon. Nieuw BW B34), nr. 41; Bloembergen 1965, nr. 17. Ik abstraheer van moeilijk op geld waardeerbare grootheden zoals het aan beleggen zelf ontleende nut, dat door misleiding in negatieve zin kan zijn beïnvloed.

131 Zie hierover Van Luyn & Du Perron 2004, p. 271–272, 277–278.

132 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

Een bijzonder geval betreft de zogenaamde kansschade. Het gaat hierbij om het geval dat door een wanprestatie of onrechtmatige daad een kans op een gunstiger ontwikkeling (genezing, winst van een rechtszaak, etc.) verloren is gegaan.¹³³ Zie voor de toepasselijkheid van deze constructie in misleidingszaken § 5.3.4.b.

c. Rechtstreekse en afgeleide schade

Aandeelhouders kunnen in beginsel de schade wegens waardevermindering niet verhalen op een derde die door wanprestatie of een onrechtmatige daad schade heeft toegebracht aan het vermogen van de vennootschap. Dit is vaste rechtspraak geworden sinds het arrest Poot/ABP¹³⁴. Het gaat hier om zogenaamde ‘afgeleide’ schade. Afgeleide schade is de schade aan de aandelen die loopt via het vermogen van de vennootschap.¹³⁵ Niet-afgeleide schade is rechtstreekse schade. Indien de beursvennootschap een misleidende voorstelling van zaken geeft (§ 2.3.2 e.v.), is er sprake van rechtstreekse schade.¹³⁶ De schade loopt niet via het vermogen van de vennootschap. De vennootschap is in het geval van een misleidend positieve voorstelling van zaken bijvoorbeeld niet minder waard dan zij was, maar haar werkelijke waarde was aanvankelijk ten onrechte te rooskleurig voorgesteld. De Poot/ABP-doctrine is derhalve niet van toepassing. Het geven van een misleidende voorstelling van zaken is verder aan te merken als een schending van een specifieke, mede tot aandeelhouders gerichte zorgvuldigheidsnorm en geeft dus in beginsel aanspraak op schadevergoeding.¹³⁷ Zie voor toepasselijkheid van de Poot/ABP-doctrine op een waardedaling van aandelen door (een te verwachten) uitbetaling van schadevergoeding door de beursvennootschap wegens misleiding van beleggers nog § 4.5.3.f.

2.5.3 Oorzakelijk verband

a. Csqn-criterium en toerekening naar redelijkheid

Het aannemen van oorzakelijk verband geschiedt volgens de heersende leer in twee stappen. Eerst wordt met behulp van het *condicio sine qua non*-vereiste (csqn-vereiste) nagegaan of de aansprakelijkheidsgrond – het onrechtmatig handelen of nalaten – de noodzakelijke voorwaarde is voor het ontstaan van de schade.¹³⁸

133 Zie over deze theorie Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 57.

134 HR 2 december 1994, NJ 1995, 288 m.nt. J.M.M. Maeijer (Poot/ABP). Zie voor uitspraken nadien Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 209.

135 Zie Kroeze 2004, p. 11; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 212.

136 Zie terecht Kroeze 2004, p. 23–24. Zie ook Van Andel & Rutten 2008, p. 181.

137 Aldus terecht Hof 's-Gravenhage 22 mei 2008, JOR 2008/223 (Verhoeff/KPNQwest), r.o. 14.2 ter zake van de financiële verslaggeving. Zie hierna § 2.6.4 over de vraag of ook schending van art. 5:25i Wft kan worden aangemerkt als schending van een specifieke, tot beleggers gerichte zorgvuldigheidsnorm.

138 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 50; Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 18. Zie over de *sine qua non*-test en de beperkingen hiervan uitvoeriger Hart & Honoré 1985, p. 109–129.

Daarbij is het criterium of de schade ook bij het wegdenken van de onrechtmatige daad zou zijn ingetreden (hypothetische eliminatie methode).¹³⁹ Bij de tweede stap¹⁴⁰ volgt een normatieve, op het recht toegesneden toetsing op grond van art. 6:98 BW. Deze houdt in dat voor vergoeding slechts in aanmerking komt schade die in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid van de schuldenaar berust, dat zij hem, mede gezien de aard van de aansprakelijkheid en de schade, als een gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend. In de meeste gevallen dient deze toetsing om de aansprakelijkheid op redelijke wijze te beperken. Soms wordt art. 6:98 BW gebruikt om aansprakelijkheid aan te nemen ondanks de onmogelijkheid om een csqn-verband aan te tonen. De leer van de redelijke toerekening dient aldus ter beperking of aanvulling van de csqn-toets.¹⁴¹

b. Het csqn-verband in geval van misleiding op de effectenmarkt

Ik ben in dit onderzoek uitgegaan van een ruim begrip misleiding. Een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap kan ontstaan door een misleidend prospectus (§ 2.3.2), misleidende periodieke verslagen¹⁴² (§ 2.3.3), niet-naleving van de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen en onverplichte openbaarmaking van misleidende ad-hocberichten (§ 2.3.4). Ten aanzien van het csqn-verband tussen de door een belegger gestelde vermogensschade en de misleiding onderscheid ik twee schakels.

De eerste schakel ziet op het causale verband tussen de misleiding en de transactie(voorwaarden). Ik noem dit *transactiecausaliteit*. Het concept behoeft enige toelichting. Indien men de misleiding wegdenkt¹⁴³, kunnen twee vragen worden gesteld: (i) zou de marktprijs zonder de misleiding hetzelfde, of gunstiger (vanuit het perspectief van de claimende belegger) zijn geweest?; (ii) zou de belegger de (aan- of verkoop)transactie wel of niet hebben verricht tegen de marktprijs die zonder de misleiding tot stand zou zijn gekomen? De eerste vraag is relevant omdat een misleidende voorstelling van zaken nog niet impliceert dat de beurskoers hierdoor ook daadwerkelijk werd beïnvloed. De koers wordt doorgaans

139 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 2. Kortmann 2007, p. 152 betoogt dat de *substitutiemethode* moet worden gevolgd: van het gedrag in kwestie moet men het onrechtmatige gedeelte wegdenken en vervangen door het (rechtmatige) gedrag dat daarvoor in de plaats zou zijn gekomen. Zie ook Hart & Honoré 1985, p. 455. Dit lijkt mij juist, maar levert voor het onderhavige onderzoek geen andere uitkomsten op dan de hypothetische eliminatie methode.

140 Het is vaste rechtspraak van de Hoge Raad dat van het door art. 6:98 BW vereiste toerekeningsverband eerst sprake kan zijn, indien is voldaan aan de eis van het *condicio sine qua non* verband. Zie bijv. HR 5 juni 2009, LJN: BH2811, HR 9 april 2004, NJ 2004, 308 m.nt. D. Asser.

141 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 50; Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 18.

142 Gedacht kan ook nog worden aan niet-tijdige openbaarmaking van periodieke verslagen.

143 Het gaat hier om het wegdenken van de misleidende voorstelling van zaken die door de vennootschap is gegeven. Anders gezegd moet worden aangenomen dat de vennootschap de markt juist, volledig en tijdig zou hebben geïnformeerd. Wat ik niet bedoel is slechts het wegdenken van de onjuiste voorstelling van zaken bij de belegger, waarbij wordt verondersteld dat de vennootschap nog steeds een misleidende voorstelling van zaken geeft.

alleen beïnvloed als ook deskundige, professionele partijen, die met hun handel invloed hebben op de koers, misleid zijn (zie § 4.2-3). In feite gaat het bij de eerste vraag dus om de wijze waarop *andere* beleggers (dan de claimende belegger) zouden hebben gereageerd indien de vennootschap geen misleidende voorstelling van zaken had gegeven. Het is in beginsel aan de belegger om te stellen en bij betwisting te bewijzen dat de marktprijs zonder de misleiding gunstiger zou zijn geweest (zie § 5.3). Bij toepassing van de methode van vermogensvergelijking om te achterhalen of en in welke omvang schade is geleden als gevolg is van de misleiding, maakt het verder verschil of de transactie zonder de misleiding tegen de dan geldende marktprijs wel of niet was verricht door de claimende belegger. Ik merk nog op dat bij beurstransacties niet kan worden onderhandeld over de prijs of andere contractvoorwaarden, zoals bij onderhandse transacties. Men kan bij een gegeven marktprijs alleen besluiten om wel of niet een transactie te verrichten.¹⁴⁴ Op basis van de twee hierboven genoemde vragen, kan een matrix worden geconstrueerd die vier verschillende scenario's weergeeft, uitgaande van de situatie dat de beursvennootschap het beleggende publiek niet had misleid:

	Marktprijs gunstiger	Marktprijs hetzelfde
Transactie zou wel zijn verricht	Transactiecausaliteit	Geen transactiecausaliteit
Transactie zou niet zijn verricht	Transactiecausaliteit	Transactiecausaliteit

Waar ik spreek over transactiecausaliteit, doel ik op de drie grijs gearceerde cellen. In die gevallen is het mogelijk dat er schade is of zal worden geleden (die in een esqn-verband staat met de misleiding).¹⁴⁵ Op basis van de matrix kunnen een aantal conclusies worden getrokken. In de eerste plaats is er altijd sprake van transactiecausaliteit als de marktprijs was beïnvloed door de misleiding. Niet van belang is dan of de individuele belegger daadwerkelijk is misleid. Daarnaast is er altijd sprake van transactiecausaliteit als de belegger de transactie zonder de misleiding niet had verricht (tegen de dan geldende marktprijs). Indien de marktprijs niet was beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken, is er slechts sprake van transactiecausaliteit als de transactie niet zou zijn verricht. Concluderend: transactiecausaliteit

¹⁴⁴ Wel kan worden gevarieerd in het aantal effecten dat wordt gekocht of verkocht, of het aan- of verkoopbedrag, zie ook de volgende voetnoot.

¹⁴⁵ Ik moet hierop één nuancering aanbrengen. Het onderscheid tussen het wel of niet verrichten van de transactie is iets te scherp. Denkbaar is namelijk dat de belegger zonder de misleiding een minder groot aantal van de effecten had gekocht, of voor een lager bedrag had willen kopen. In dat geval kan worden gezegd dat de transactie *gedeeltelijk* zou zijn verricht zonder de misleiding. In dit geval kan schade worden geleden als gevolg van de misleiding, ook al was de marktprijs niet beïnvloed. Zie § 4.4.1.j.

houdt in dat de transactie in de effecten van de uitgevende instelling zonder het onrechtmatig handelen van de aangesproken partij tegen een gunstigere marktprijs tot stand zou zijn gekomen, dan wel in het geheel niet tot stand zou zijn gekomen (tegen de dan geldende marktprijs). Ik onderscheid de modaliteiten van transactie-causaliteit hierna steeds van elkaar, aangezien dit van belang is voor de methode van vermogensvergelijking en denkbaar is dat een belegger in een procedure zijn stellingen primair of uitsluitend op een bepaalde modaliteit toespitst. Gelet op bovenstaande matrix is transactiecausaliteit een vereiste voor een aanspraak op schadevergoeding. Het enkele feit dat er sprake was van een misleidende voorstelling van zaken, impliceert nog geen transactiecausaliteit voor een individuele belegger.¹⁴⁶

De tweede schakel van het csqn-verband ziet vervolgens op het causale verband tussen de misleiding en de gevorderde vermogensschade. Anders gezegd moet er vermogensschade zijn ingetreden als gevolg van de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden). Ik zal dit toelichten aan de hand van een voorbeeld. Stel dat de belegger zonder de misleiding het aandeel van de vennootschap niet zou hebben gekocht, en de koers nadien is gedaald ten opzichte van de aankoopprijs. De belegger voert nadat de waarheid bekend is geworden de koersdaling ten opzichte van de aankoopprijs als schadepost op. De tweede schakel van het csqn-verband ziet dan op de vraag of de vermogensvermindering zich ook zonder de misleiding en daarop volgende aankoop zou hebben voorgedaan. Door gaans zal hierover geen twijfel bestaan, omdat een belegger die het aandeel niet had gekocht ook niet met de waardevermindering was geconfronteerd op dat aandeel. Denkbaar is echter dat het gaat om een actieve belegger die – als hij het aandeel niet had gekocht – het aankoopbedrag in een *ander* beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd, en met een vergelijkbare waardedaling was geconfronteerd (omdat de hele markt naar beneden is gegaan). Het enkele feit dat de transactie zonder de misleiding niet was verricht (eerste schakel van het csqn-verband), is daarom niet altijd voldoende om een csqn-verband aan te nemen tussen de misleiding en de gestelde schade. Ook als de belegger bijvoorbeeld nog gederfde winst op een ander beleggingsobject waarin hij zou hebben belegd opvoert als schadepost, zal het nodig zijn om te onderzoeken of de belegger dit beleggingsobject inderdaad zou hebben gekocht in plaats van het aandeel. Ik vind het daarom wenselijk om conceptueel een tweede schakel in het csqn-verband te onderscheiden. Overigens zal nog blijken dat de eerste en tweede schakel van het csqn-verband ook kunnen samenvallen.¹⁴⁷

146 In § 4.4 over de schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding, hanteer ik wel de vereenvoudigende veronderstelling dat transactiecausaliteit een feit is. In § 5.3 e.v. over het bewijs zal ik transactiecausaliteit behandelen als vereiste.

147 Zie bijv. § 4.4.2.b en § 5.3.3.b, waar het gaat om schade in de vorm van een kunstmatig lage verkoopprijs.

Uit het voorbeeld in de vorige alinea blijkt al dat de vermogensschade die een belegger lijdt als gevolg van de misleiding, verschillende vormen kan aannemen. De belegger kan zijn vermogensschade in het processuele debat ook op verschillende manieren omschrijven. Indien de belegger zijn schade uitsplitst in verschillende schadeposten, zal *per schadepost* moeten worden bezien of er een csqn-verband aanwezig is.¹⁴⁸ In hoofdstuk 4 komt uitgebreid aan de orde welke vormen van schade te onderscheiden zijn in diverse gevalstypen.¹⁴⁹

De schakels ter zake van het csqn-verband worden ook wel anders omschreven. A-G Timmerman vermeldt in zijn conclusie voor de World Online-zaak¹⁵⁰ – waarin het ging om een te rooskleurige voorstelling van zaken – bijvoorbeeld de volgende twee schakels: (i) het verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, en (ii) het causale verband tussen de misleiding en de schade van de belegger die samenhangt met de koersdaling na het bekend worden van de misleiding.¹⁵¹ De Hoge Raad volgt de A-G in zijn omschrijving van de eerste schakel. Ik merk wel op dat de Hoge Raad ook nog een andere formulering gebruikt, namelijk dat de belegger zonder de misleiding “*niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan*”.¹⁵² Deze omschrijving doet denken aan de vereisten bij een beroep op art. 3:44 BW (bedrog en misbruik van omstandigheden) en 6:228 BW (dwaling). Een beroep op deze bepalingen is mogelijk als de overeenkomst zonder de dwaling, het bedrog of het misbruik van omstandigheden niet, of niet op dezelfde voorwaarden zou zijn gesloten.¹⁵³ De vergelijking met bedrog/dwaling ligt op zichzelf voor de hand waar het gaat om een schadeclaim wegens misleiding.¹⁵⁴ Wel zie ik

148 Zie bijv. Klaassen 2007 (Mon. BW B35), p. 29; Akkermans 2002, p. 30; zie voor de effectenmarkt Pijls 2009b, p. 185.

149 Ik abstraheer overigens van de schadeposten betaalde transactiekosten (provisies etc.) en verdragsschade (§ 1.3).

150 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

151 Zie concl. nr. 4.7.5.2.

152 R.o. 4.11.2. Zie over deze formulering ook § 4.4.1.k en § 5.3.2.d.

153 Zie HR 4 september 2009, NJ 2009, 398 (Van Eendenburg e.a./Alternatieve Bouw en Ontwikkelingscombinatie Wateringseveld BV), r.o. 3.4.2, en eerder reeds HR 17 januari 1997, NJ 1997, 222 (Geerlofs Koeltechniek BV/Meisma), r.o. 3.3.

154 Ik wijs nog op een kwestie die verwarring kan veroorzaken. Bij de acties ex art. 3:44 en 6:228 BW gaat om de vraag wat degene die zich op deze bepalingen beroept, zou hebben gedaan indien hij niet onder invloed van dwaling, bedrog of misbruik van omstandigheden had gehandeld. De vraag is wat de verhouding is tot de hypothetische eliminatie methode bij toetsing van het csqn-verband. Toegepast op beleggingszaken moet men bij de hypothetische eliminatie methode in de hypothetische situatie veronderstellen dat de uitgevende instelling juiste, volledige en tijdige informatie had verschaft. Wat mijns inziens niet volstaat, is de vraag hoe de belegger zou hebben gehandeld als de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken zou hebben gegeven, maar de belegger hiervan op de hoogte was (en dus niet is misleid). Deze laatste vraag kan wel een rol spelen bij het leerstuk van de eigen schuld (art. 6:101 BW).

een probleem met de door Timmerman en de Hoge Raad gekozen formulering dat er causaal verband moet bestaan tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Zij wekt de suggestie dat een belegger die een beleggingstransactie verricht zonder – direct of indirect – kennis te nemen van de misleidende informatie, of een belegger die vermoedt/weet dat de voorstelling van zaken misleidend is, geen csqn-verband kan aantonen.¹⁵⁵ Ik zou menen dat de belegger dan nog steeds de eerste schakel van het csqn-verband kan aantonen, indien de marktprijs was beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken. Er is dan immers meer betaald voor een effect dan zonder de misleidende voorstelling van zaken.¹⁵⁶ Indien de misleidende voorstelling van zaken de marktprijs heeft beïnvloed, is dat een omstandigheid die los staat van de individuele claimende belegger en de vraag of deze belegger daadwerkelijk is misleid, maar wel doorwerkt in de voorwaarden waartegen die belegger de transactie heeft verricht. Dit is een bijzonder kenmerk van misleiding op de effectenbeurs. Om deze reden heb ik voor misleiding op de effectenbeurs een ruimere omschrijving gekozen voor de eerste schakel van het csqn-verband dan Timmerman en de Hoge Raad, waarbij causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing niet steeds vereist is. Eventuele beperkingen in de omvang van de vergoedingsplicht ten aanzien van een belegger die niet werkelijk is misleid, zouden kunnen worden aangebracht via afdeling 6.1.10 BW, met behulp van de redelijke toerekening van art. 6:98 BW (§ 4.5.2) en vooral het leerstuk van de eigen schuld (art. 6:101 BW) waarmee een verfijnd resultaat kan worden bereikt (§ 4.6.2). Denkbaar is ook een correctie op grond van de relativiteitsleer, maar dit heeft niet mijn voorkeur.¹⁵⁷ Een voordeel van mijn benadering is dat transactiecausaliteit zich leent voor objectief bewijs aan de hand van een prijsreactie als gevolg van de (bekendwording van de) misleiding.¹⁵⁸ De rechter hoeft niet te oordelen over een

155 De omschrijving van de Hoge Raad dat de belegger zonder de misleiding niet of niet tegen dezelfde voorwaarden tot aankoop zou zijn aangegaan, levert het bedoelde probleem niet op. Als de marktprijs is beïnvloed, kan namelijk worden gezegd dat de belegger zonder de misleiding de aankoop tegen een lagere marktprijs, en dus tegen ander voorwaarden, had verricht.

156 Evenzo Van Andel & Rutten 2008, p. 181, 184–185.

157 Niet helemaal duidelijk is of de Hoge Raad impliciet oordeelt dat de relativiteitsleer in de weg staat aan vergoeding van de schade die wordt geleden door een belegger die niet daadwerkelijk is misleid. De VEB had aangevoerd dat zij opkwam voor de belangen van beleggers die daadwerkelijk zijn misleid, en daardoor schade hebben geleden. Uit het dictum van het arrest blijkt echter niet dat de individuele belegger moet zijn misleid om te oordelen dat jegens hem onrechtmatig is gehandeld. De Hoge Raad verklaart simpelweg voor recht dat “World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs (...) onrechtmatig hebben gehandeld *jegens beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven dan wel na de beursintroductie, uiterlijk op (...) aandelen World Online hebben gekocht*” [cursivering BdJ]. Deze formulering in het dictum acht ik juist.

158 Vgl. de hierboven in de hoofdttekst weergegeven matrix: indien de marktprijs was beïnvloed, staat transactiecausaliteit vast.

subjectief betoog van de belegger over wat hij in het (verre) verleden zou hebben gedaan op basis van de juiste informatie.¹⁵⁹ Om rechter Easterbrook¹⁶⁰ te citeren:¹⁶¹

“When “the market” - that is, the outcome of trading by persons who are well-informed about what the issuer is doing and saying - translates a lie or omission from voice to price, it is easy to see how injury can befall a person (...). The price in an open and developed market usually reflects all available information (...). Investors who trade at the market price are affected, for good or ill, by the information underlying that price.

Prices of even poorly followed stocks change in response to news (...), and these changes may be better indicators of causation than litigants’ self-serving statements about what they read and relied on and about what they would have paid (or whether they would have bought at all) had the issuer said something different. Even an “inefficient” market price is objective and contemporaneous with events, not plagued by lapses of memory or the cognitive dissonance that influences what witnesses may remember years later.”¹⁶²

Ik sluit niet uit dat in de World Online-zaak mede van belang was hoe de belangenorganisatie die ex art. 3:305a BW ten behoeve van beleggers optrad (de VEB), haar vordering processueel had ingekleed. De VEB kwam namelijk op voor de belangen van beleggers die in de relevante periode aandelen hebben verworven en volgens de VEB voor of bij aankoop daarvan door gedaagden *zijn misleid*, waardoor zij schade hebben geleden.¹⁶³ Zou de VEB simpelweg zijn opgekomen voor de belangen van beleggers jegens wie onrechtmatig is gehandeld, dan hadden A-G Timmerman en de Hoge Raad mogelijk een ruimere omschrijving van de eerste schakel van het csqn-verband aanvaard. Hier kan echter tegenin worden gebracht dat de Hoge Raad zijn overwegingen over het causaal verband losweekt van de feiten van de World Online-zaak door ze te plaatsen onder de kop ‘algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie’.¹⁶⁴ Zie over het belang van de processuele inkleding van de vordering ook uitvoeriger § 4.5.2 en § 5.3.2.

De door A-G Timmerman omschreven tweede schakel is enger dan de door mij omschreven tweede schakel van het csqn-verband. Ik heb een ruimere omschrijving

159 Bij de tweede schakel van het csqn-verband en de schadebegroting kan wel van belang zijn hoe de belegger zou hebben gehandeld, zie § 5.3.3 e.v.

160 Easterbrook is een vooraanstaande rechtseconoom en rechter die auteur is van het standaardwerk op het terrein van de economische analyse van het ondernemingsrecht: Easterbrook & Fischel 1991.

161 *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121 (7th Cir. 1993).

162 Hij vervolgt met de zin “Still, at some point the market process peters out and the litigation process offers superior information about causation.” Voor het onderhavige onderzoek is deze nuancering minder van belang, aangezien ik mij richt op beursgenoteerde effecten waarvoor een adequaat functionerende markt bestaat.

163 Zie bijv. r.o. 4.6 van het World Online-arrest.

164 Ook de beschouwingen van Timmerman over het causaal verband (nr. 4.7.5) hebben een algemeen karakter.

gekozen om rekening te houden met de verschillende schadeposten die kunnen worden onderscheiden. Naast een koersdaling kan bijvoorbeeld nog worden gedacht aan gederfde winst op andere beleggingsobjecten waarin geïnvesteerd zou zijn.¹⁶⁵ Mogelijk heeft Timmerman stilzwijgend reeds bepaalde schadeposten uitgesloten van vergoeding. De Hoge Raad laat zich hier verder niet over uit, doch constateert slechts dat ten aanzien van het *bestaan van de schade* in beginsel de gewone bewijsregels gelden.¹⁶⁶ Deze formulering sluit niet goed aan op de door Timmerman gebezigde omschrijving. Ik begrijp de Hoge Raad aldus dat hij het oog heeft op schade in de zin van art. 6:95 e.v. BW, waarbij het csqn-verband met de normschending vast staat.¹⁶⁷ Het bewijzen van het *bestaan* van schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding, is naar mijn oordeel in wezen niets anders dan het bewijzen van het csqn-verband tussen de normschending en de *gestelde* schade (bijvoorbeeld een koersdaling ten opzichte van de aankoopprijs), vgl. § 2.5.2.a slot.

c. Toerekening naar redelijkheid

Het toerekeningscriterium wordt gebruikt om vast te stellen of tussen de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust en het ontstaan van de schade juridisch causaal verband bestaat en, indien dit het geval is, om te beoordelen welke schadesoorten in welke mate voor vergoeding in aanmerking komen. In de literatuur wordt het ook wel aldus uitgedrukt dat art. 6:98 BW zowel van belang is voor de vestiging als voor de omvang van de aansprakelijkheid.¹⁶⁸ Het nut en de noodzaak van een onderscheid tussen een vestigingsfase en een omvangsfase is overigens omstreden, in het bijzonder bij zuivere vermogensschade – het type schade dat in dit onderzoek centraal staat.¹⁶⁹

Bij toepassing van de leer van de redelijke toerekening worden alle omstandigheden van het geval betrokken. Art. 6:98 BW noemt als omstandigheden de aard van de aansprakelijkheid en de aard van de schade. Daarnaast is ook de voorzienbaarheid of waarschijnlijkheid van de schade van belang.¹⁷⁰ Als factoren in het kader van de aard van de aansprakelijkheid worden in de literatuur en jurisprudentie nog genoemd: (i) de aard van de norm, waarbij vooral het onderscheid tussen verkeers- en veiligheidsnormen en andersoortige normen van belang is; (ii) de

¹⁶⁵ Of gemaakte transactiekosten bij de aankoop- en verkoopbeslissing.

¹⁶⁶ Zie r.o. 4.11.3.

¹⁶⁷ De Hoge Raad zegt namelijk dat “ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade, alsmede het causaal verband als bedoeld in art. 6:98 BW, in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden”. Het zal hier dus gaan om schade als bedoeld in afdeling 6.1.10 BW.

¹⁶⁸ Zie bijv. Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 4 met verdere verwijzingen.

¹⁶⁹ Zie de conclusie van A-G Ten Kate bij HR 14 januari 1977, NJ 1977, 340; Nieuwenhuis 1982, p. 480 e.v. Volgens Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 19 is het onderscheid in de praktijk regelmatig lastig te maken en niet duidelijk is wat het juridische gevolg is van het onderscheid voor het aan te leggen causaliteitscriterium.

¹⁷⁰ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 69 e.v.

verwezenlijking van een geschapen risico en (iii) de aard van de gedraging. Andere factoren die in de rechtspraak naar voren komen zijn de vraag of de schade niet in een te ver verwijderd verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust, de processuele houding van de aangesproken partij, de aard van de activiteit waarbij schade is toegebracht, de draagkracht van partijen en een eventuele verzekering. De diverse factoren zijn in de toepassing nauw met elkaar verweven en dienen steeds in onderlinge samenhang beschouwd te worden (zie hierna sub *d* tot en met *g*).¹⁷¹

d. Toerekingsfactoren; aard van de aansprakelijkheid

De aard van de aansprakelijkheid kan meebrengen dat de schade ruim dan wel beperkt moet worden toegerekend. De factor aard van de aansprakelijkheid leent zich voor het maken van diverse onderscheidingen. Daarbij valt te denken aan de grondslag van de aansprakelijkheid (onrechtmatige daad of wanprestatie, schuld of risico), de aard van de overtreden normen (verkeers- of veiligheidsnormen of andersoortige normen) en de soort aansprakelijkheid (kwalitatieve aansprakelijkheid of aansprakelijkheid voor een eigen gedraging; aansprakelijkheid voor beroepsfouten etc).¹⁷² Niet gezegd is dat deze onderscheidingen steeds een verschil in toerekening rechtvaardigen, of dat zij in de rechtspraak steeds worden gemaakt.¹⁷³

Algemeen aanvaard is dat bij de aard van de aansprakelijkheid van belang is wat de strekking, ratio of beschermingsomvang is van de regeling waarop de aansprakelijkheid is gebaseerd.¹⁷⁴ Wat betreft de strekking van de norm zou gelden dat schending van verkeers- en veiligheidsnormen een ruime toerekening van dood- en letselschade rechtvaardigt. Onvoorzienbaarheid of onwaarschijnlijkheid staan niet aan toerekening in de weg.¹⁷⁵

In de jurisprudentie en veelal ook in de literatuur wordt onderscheid gemaakt tussen schuld aansprakelijkheid en risico aansprakelijkheid wat betreft de ruimte voor toerekening.¹⁷⁶ Betoogd wordt dan dat risico aansprakelijkheid zou moeten leiden tot een beperktere toerekening, hoewel tegenwoordig ook wel wordt aangenomen dat er geen goede grond is om in geval van risico aansprakelijkheid steeds beperkt toe te rekenen. De strekking van de norm waarop de aansprakelijkheid is gebaseerd moet bepalend zijn.¹⁷⁷

In het kader van de aard van de aansprakelijkheid wordt ook betekenis toegekend aan de aard van de gedraging waarin het onrechtmatig handelen bestaat. Zo wordt

171 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 28.

172 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 29.1. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 63, 65.

173 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 29.1; Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 36.

174 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 29.1 met verwijzingen.

175 Visscher 2005, p. 104 ziet vanuit rechtseconomisch perspectief geen reden om ruimer toe te rekenen enkel op grond van de strekking van de norm.

176 Zie voor een overzicht Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 29.2.

177 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 29.2.

verdedigd dat een grotere verwijtbaarheid een ruimere toerekening rechtvaardigt.¹⁷⁸ Opzet zou als zwaarste vorm van schuld leiden tot aansprakelijkheid voor alle gevolgen waarop het opzet gericht was, ongeacht hoe uitzonderlijk de gevolgen in concreto waren, mits een csqn-verband bestaat tussen de gedraging en het schadelijke gevolg. De Hoge Raad heeft geoordeeld dat opzet een factor kan zijn bij de toerekening.¹⁷⁹ Afgezien van de schuldgraad blijkt uit uitspraken van de Hoge Raad dat de aard van de gedraging ook in combinatie met andere factoren een rol speelt, zoals de aard van de door de gedraging geschonden norm¹⁸⁰ en de aard van de schade¹⁸¹.

In enkele arresten heeft de Hoge Raad geoordeeld dat indien door de gedraging van de aangesprokene waarop diens aansprakelijkheid berust een bepaald risico is geschapen dat zich heeft verwezenlijkt, de daaruit voortvloeiende schade in beginsel aan de aangesprokene valt toe te rekenen.¹⁸² Het ging om zuivere vermogensschade als gevolg van een beroepsfout. Veelal wordt geoordeeld dat voor toerekening van vermogensschade waarbij geen sprake is van verkeers- of veiligheidsnormen, overwegende betekenis toekomt aan de voorzienbaarheid van de schade. Het is niet geheel duidelijk of de Hoge Raad in de genoemde zaken de voorzienbaarheid als toerekeningsfactor minder van belang heeft geacht¹⁸³, en zo ja, of deze lijn ook buiten het geval van beroepsfouten zal worden gevolgd.

Misleiding van beleggers is naar mijn oordeel niet aan te merken als het schenden van een verkeers- of veiligheidsnorm, zodat de aard van de aansprakelijkheid niet noopt tot ruime toerekening. Zuivere risicoaansprakelijkheid is in het onderhavige onderzoek niet aan de orde.¹⁸⁴ Steeds zal het aannemen van onrechtmatig handelen

178 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 29.4; Brunner 1981, p. 215; Langemeijer 1981, p. 117.

179 Zie HR 19 december 2003, NJ 2004, 348 (S.J./Staat der Nederlanden), r.o. 4.4.3.

180 Zie bijv. HR 25 maart 1983, NJ 1984, 629 m.nt. C.J.H. Brunner (Steengaassteller).

181 Zie bijv. HR 25 mei 1990, NJ 1990, 577; HR 2 november 1990, NJ 1991, 24; HR 21 februari 1997, NJ 1999, 145 m.nt. C.J.H. Brunner.

182 HR 18 december 1992, NJ 1994, 91 m.nt. E.A.A. Luijten; HR 21 februari 1997, NJ 1999, 145 m.nt. C.J.H. Brunner.

183 Volgens Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 29.5 geldt in elk geval bij (zuivere) vermogensschade als gevolg van beroepsfouten dat de voorzienbaarheid als toerekeningsfactor volledig is verdrongen door de factor 'verwezenlijking van een geschapen risico'. Klaassen 2007 (Mon. BW 35), p. 55 oordeelt echter dat de 'risicoformulering' in de in vorige noot genoemde arresten veeleer dient te worden gelezen in de csqn-sleutel, ofwel in het kader van de vraag of de schade waarvan vergoeding wordt gevorderd is veroorzaakt door de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid is gebaseerd.

184 Wel is de aansprakelijkheid van bestuurders op grond van art. 2:139 BW door Kroeze 2006, p. 12 omschreven als een quasi-risicoaansprakelijkheid. Schoordijk 1997, p. 338 heeft voorts de aansprakelijkheid van de bank voor een misleidend prospectus wel omschreven als een risicoaansprakelijkheid. Zie daarover ook Van Solinge 2000, p. 420.

impliceren dat er een verwijt te maken valt aan de aangesproken partij. De schuldgraad speelt bij de onderhavige materie voor de redelijke toerekening naar mijn oordeel geen belangrijke rol.¹⁸⁵

e. Toerekeningsfactoren; aard van de schade

Ook de aard van de schade leent zich voor het maken van talloze onderscheidingen. In de literatuur wordt echter veelal een driedeling gemaakt in letsel- (en overlijdens)schade, zaakschade en (zuivere) vermogensschade. Aangenomen wordt dat schade door dood of verwonding eerder wordt toegerekend dan zaakschade, zaakschade eerder dan schade die bestaat in extra kosten en uitgaven en schade door vermogensverlies eerder dan de derving van winst.¹⁸⁶ In verschillende arresten heeft de Hoge Raad ruim toegerekend in geval van letsel- en overlijdensschade, terwijl zuivere vermogensschade minder snel wordt toegerekend.¹⁸⁷ Ook door rechtseconomen wordt het vergoeden van zuivere vermogensschade in beginsel kritisch beoordeeld, omdat het vaak gaat om een herverdeling van welvaart die bestaat in een private schade van de één die wordt gecompenseerd door een private winst van de ander, en er dus geen sprake is van *maatschappelijke* schade.¹⁸⁸

In het onderhavige onderzoek over schade van beleggers beperk ik mij tot (zuivere) vermogensschade. Een ruime toerekening ligt dus niet zonder meer voor de hand. Schade door algemene beleggingsrisico's moet bijvoorbeeld niet voor vergoeding in aanmerking komen (§ 4.5.3 en § 4.5.4). Verder speelt bij misleiding op de effectenmarkt dat er vaak slechts sprake is van een herverdeling van welvaart. Tegenover elke belegger die verliest door aankoop tegen een kunstmatig hoge koers, staat een belegger die een voordeel behaalt door verkoop tegen een kunstmatig hoge koers, althans in geval van misleiding op de secundaire markt.¹⁸⁹ Dit is vooral een aandachtspunt bij collectief schadeverhaal, waarbij de uit te keren schadevergoeding de maatschappelijke schade ver dreigt te overschrijden (§ 6.5.5.b). Wel wordt er terecht op gewezen dat er naast herverdeling ook vaak sprake is van maatschappelijke schade.¹⁹⁰ Het te veel aan geld dat in een onderneming wordt gestoken, had beter alternatief gealloceerd kunnen worden. Of het vertrouwen van het beleggende publiek in de kwaliteit van de verschaft informatie daalt, waardoor beleggers

185 De mate van verwijtbaarheid acht ik wel van belang met het oog op eventuele matiging (§ 4.6.4).

186 Brunner 1981, p. 216; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 65.

187 Overigens moet hierbij worden vermeld dat de Hoge Raad een nauw verband legt tussen de aard van de schade, de aard van de aansprakelijkheid en de voorzienbaarheid van de schade. Vaak gaat het bij letsel- en overlijdensschade om overtreding van een verkeers- of veiligheidsnorm, zodat de aard van de aansprakelijkheid al grond geeft voor ruime toerekening. In de gevallen waarin vermogensschade niet werd toegerekend, gaat het veelal om schending van andersoortige normen, zodat de (on)voorzienbaarheid en verwijderdheid van de schade van doorslaggevend belang zijn.

188 Zie hierover uitvoeriger Visscher 2005, p. 191 e.v. en de daar genoemde literatuur.

189 Easterbrook & Fischel 1985, p. 639–640.

190 Zie Visscher 2005, p. 195–198, 204 en de daar genoemde literatuur.

niet-optimale prikkels krijgen om zelf ook nog informatie te vergaren alvorens ze een transactie aangaan.

f Toerekeningsfactoren; voorzienbaarheid

Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat de wetgever zich op het standpunt stelt dat naast de aard van de aansprakelijkheid en van de schade ook de voorzienbaarheid als factor van belang blijft in het kader van de toerekening.¹⁹¹ In het algemeen geldt dat het mede van de aard van de gedraging en de daardoor geschonden normen afhangt welke betekenis moet worden gehecht aan de voorzienbaarheid.¹⁹² Bij overlijdens- en letselschade als gevolg van overtreding van verkeers- en veiligheidsnormen staat aan toerekening in beginsel niet in de weg dat de schade buiten de normale lijn van de verwachtingen ligt. Buiten deze gevallen komt aan de voorzienbaarheid overheersende en zelfs beslissende betekenis toe, mede gelet op het feit dat het meestal gaat om vermogensschade.¹⁹³ Schade die buiten de normale lijn van de verwachtingen ligt, wordt dan niet aan de schadeveroorzaker toegerekend.¹⁹⁴ De rol van de voorzienbaarheid wordt in de literatuur ook wel aldus uitgedrukt dat naarmate het gevolg naar ervaringsregels waarschijnlijker is en derhalve beter voorzienbaar, toerekening eerder gerechtvaardigd is.¹⁹⁵

Bij de voorzienbaarheid in het kader van de toerekening is van belang wat naar *objectief* inzicht voorzienbaar of waarschijnlijk was.¹⁹⁶ In de literatuur wordt verschillend geoordeeld over de vraag of voor de toerekening relevant is wat de aangesprokene *subjectief* voorzag of kon voorzien.¹⁹⁷ Voor het onderhavige onderzoek lijkt deze discussie minder van belang, omdat het steeds professionele partijen zijn die worden aangesproken (uitgevende instelling, functionarissen, banken, adviseurs), en daarnaast de ontwikkeling van de beurskoers voor deze professionele verweerders niet (sterk) verschillend subjectief voorzienbaar zal zijn.

Een algemeen antwoord op de vraag welke graad van waarschijnlijkheid voldoende is om causaal verband aan te nemen is niet goed te geven. De vereiste graad van waarschijnlijkheid varieert naar gelang de omstandigheden van het geval,

¹⁹¹ Zie Parl. Gesch. Boek 6, p. 345 (MvA II).

¹⁹² Zie HR 25 maart 1983, NJ 1984, 629.

¹⁹³ Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 31.1; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 69; Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 34.

¹⁹⁴ Zie bijv. HR 7 november 1997, NJ 1998, 364.

¹⁹⁵ Vanuit rechtseconomisch perspectief wordt hier wel kritiek op uitgeoefend. Zo zou de waarschijnlijkheid van belang zijn bij het oordeel of onzorgvuldig – en daarmee onrechtmatig – is gehandeld. Bij het causaliteitsvereiste hoort de voorzienbaarheid dan niet nogmaals terug te komen. Zie Visscher 2005, p. 103.

¹⁹⁶ Aldus Parl. Gesch. Boek 6, p. 345 (MvA II).

¹⁹⁷ In HR 18 december 1987, NJ 1988, 439 werd geoordeeld dat voor toerekening van de schade aan een bank niet beslissend kon zijn wat deze bank heeft voorzien of kon voorzien. Klaassen 2007 (Mon. BW B35), p. 46 en Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 71–72 vinden subjectieve omstandigheden van de dader wel tot op zekere hoogte van belang voor de voorzienbaarheid.

in het bijzonder naar gelang de aard van de aansprakelijkheid, en de aard van de gedraging en de daardoor geschonden normen.¹⁹⁸

Aangezien het in het onderhavige onderzoek gaat om zuivere vermogensschade, speelt de voorzienbaarheid een belangrijke rol bij de vraag of de door beleggers geleden schade aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend (zie § 4.5.3 e.v.).

g. Toerekeningsfactoren; overige factoren

In de literatuur wordt verdedigd dat naarmate het schadelijke gevolg minder verwijderd is van de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust, toerekening eerder gerechtvaardigd is.¹⁹⁹ De verwijderdheid betreft de *lengte* van de causale keten en mag niet vereenzelvigd worden met de voorzienbaarheid. De Hoge Raad heeft enkele malen de verwijderdheid van het verband in zijn motivering betrokken.²⁰⁰ Voor het onderhavige onderzoek is deze factor van belang, omdat doorgaans niet alleen de uitgevende instelling wordt aangesproken wegens een misleidende voorstelling van zaken, maar ook derden die hieraan hebben meegeholpen of bijgedragen. De causale keten wordt dan langer, hetgeen de vraag oproept of toerekening nog redelijk is (zie § 4.5.2).

De aard van de activiteit is in de literatuur ook genoemd als een factor van betekenis bij de toerekening. Schade die bedrijfsmatig is toegebracht zou wellicht een ruimere toerekening rechtvaardigen dan schade die is veroorzaakt door een beroepsuitoefenaar of particulier. Uit de rechtspraak blijkt echter niet of dit criterium van belang is.

De processuele houding van de aangesproken partij is door de Hoge Raad genoemd als toerekeningsfactor die een ruime toerekening kan rechtvaardigen.²⁰¹

In de literatuur is voorts nog aangevoerd dat de draagkracht van partijen een relevante factor kan zijn bij de toerekening, hoewel door andere auteurs wordt geoordeeld dat deze factor een rol zou moeten spelen bij de matiging van art. 6:109 BW. Er is geen rechtspraak over deze kwestie.

Vrij algemeen wordt aangenomen dat het bestaan van een verzekering aan de zijde van de aansprakelijke of aan de zijde van de gelaedeerde van invloed is of kan zijn op de toerekening. Rechtspraak waarin deze factor wordt genoemd bij de toerekening is echter zeer schaars.²⁰² Volgens Boonekamp lijkt het vermoeden gerechtvaardigd dat het verzekeringsaspect op de achtergrond van invloed is, vooral bij de verscherpte toerekening bij verkeers- en arbeidsongevallen, waarbij meestal een verplichte WA-verzekering bestaat.²⁰³

198 Zie met name HR 25 maart 1983, NJ 1984, 629.

199 Zie Brunner 1981, p. 214.

200 Zie voor ongelukken met vrachtauto's HR 20 maart 1970, NJ 1970, 251 en HR 19 december 1975, NJ 1976, 280 en daarbuiten bijv. HR 2 november 1990, NJ 1991, 24.

201 HR 9 mei 2003, NJ 2005, 168 m.nt. W.D.H. Asser.

202 Te wijzen valt op slechts twee uitspraken van lagere rechters: Rb. Alkmaar 9 juni 1983, NJ 1984, 215 (Geervliet q.q./Staat e.a.); Rb. Rotterdam 8 juni 1990, NJ 1991, 210.

203 Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 98, aant. 35.

2.5.4 Vermindering van de schadevergoeding

a. Verrekening van voordeel

Indien een zelfde gebeurtenis voor de benadeelde naast schade tevens voordeel heeft opgeleverd, dan moet, voor zover dit redelijk is, dat voordeel bij de vaststelling van de te vergoeden schade in rekening worden gebracht (art. 6:100 BW). In de literatuur bestaat geen eenstemmigheid over de grondslag waarop het beginsel van de voordeelsverrekening berust. Deze kan worden gezocht in het begrip *schade* (aanwezigheid van voordeel brengt mede dat er tot het bedrag van het voordeel geen schade is geleden), de gedachte van *ongerechtvaardigde verrijking* (de benadeelde wordt ongerechtvaardigd verrijkt als hij zijn schade volledig vergoed krijgt en ook het verkregen voordeel mag behouden) of in de *redelijkheid en billijkheid* (het zou onredelijk zijn om uit het complex van gevolgen van de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust, alleen de nadelige en niet de voordelige gevolgen in aanmerking te nemen).²⁰⁴

Een minimumvoorwaarde voor het in aanmerking nemen van voordelen is dat er een csqn-verband is tussen de schadetoebrengende gebeurtenis en het voordeel. Het voordeel en de schade moeten bovendien door *dezelfde gebeurtenis* zijn veroorzaakt.²⁰⁵ Het begrip ‘dezelfde gebeurtenis’ wordt door de Hoge Raad streng geïnterpreteerd.²⁰⁶ In de zaak *De Preter/Van Uitert Onroerend Goed BV*²⁰⁷ ging het om een geval waarin een koper zijn verplichting tot afname uit de koopovereenkomst van een verhuurd appartementencomplex niet tijdig was nagekomen. De verkoper vordert daarom onder meer betaling van wettelijke rente over de koopsom vanaf de datum dat de eigendomsoverdracht volgens de koopovereenkomst had moeten plaatsvinden. De koper verdedigt zich onder andere met het betoog dat de verkoper gedurende de periode waarin het complex niet werd overgedragen wel de huurinkomsten heeft genoten en daarmee rekening moet worden gehouden. Dit verweer wordt verworpen door de Hoge Raad. De gebeurtenis waaruit voor de verkoper het voordeel van voortgezette ontvangst van huurpenningen voortvloeide – te weten de niet-nakoming door de koper van zijn afnameverplichting – is volgens hem immers niet dezelfde gebeurtenis als die welke de oorzaak is van de schade waarvan de verkoper vergoeding vordert, namelijk de vertraging in de betaling van de koopprijs. In het recente arrest *X/Trailer Service Nederland BV*²⁰⁸ ging het om een geval waarin Trailer Service Nederland schade had geleden door de – op

204 Bolt 1989, p. 10–11; Lindenberg, Losbl. Schadevergoeding, art. 100, aant. 3; Hartkamp in zijn conclusie (nr. 7) bij HR 11 februari 2000, NJ 2000, 275 (*De Preter/Van Uitert Onroerend Goed BV*).

205 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 100; Lindenberg, Losbl. Schadevergoeding, art. 100, aant. 4.1.

206 Zie HR 11 februari 2000, NJ 2000, 275 (*De Preter/Van Uitert Onroerend Goed BV*); HR 29 september 2000, NJ 2001, 105 m.nt. A.R. Bloembergen; HR 10 juli 2009, LJN: BI3402 (*X/Trailerservice Nederland BV*).

207 HR 11 februari 2000, NJ 2000, 275.

208 HR 10 juli 2009, LJN: BI3402.

tekortkoming van haar contractspartij gebaseerde – ontbinding, en voordeel had gerealiseerd door behaalde winst in het kader van nadien, als gevolg van haar eigen inspanningen, gesloten overeenkomsten met derden. Deze schade en dit voordeel vloeien volgens de Hoge Raad in beginsel niet voort uit dezelfde gebeurtenis in de zin van art. 6:100 BW.

Art. 6:100 BW bevat een redelijkheidscriterium. Het staat de rechter vrij bepaalde voordelen op grond van de redelijkheid niet in rekening te brengen, ook al vloeien de voordelen voort uit dezelfde gebeurtenis. Dit vertoont verwantschap met de toerekeningsleer van art. 6:98 BW voor het causale verband tussen de onrechtmatige gedraging en de schade. Zo is er ook in het kader van art. 6:100 BW ruimte voor de vraag of het voordeel redelijkerwijs was te voorzien c.q. naar ervaringsregelen te verwachten.²⁰⁹ In de literatuur is verder gesuggereerd dat verrekening van het voordeel met de schade eerder gerechtvaardigd is indien tussen beide voldoende *samenhang* bestaat (samenhang-criterium).²¹⁰

Indien een uitgevende instelling door niet tijdige, onjuiste of onvolledige informatieverschaffing een misleidende voorstelling van zaken geeft, kan de belegger niet alleen schade lijden, maar tevens een zelfstandig voordeel behalen. Indien de belegger bijvoorbeeld stelt dat hij schade heeft geleden doordat hij aandelen heeft gekocht tegen een als gevolg van de misleiding kunstmatig hoge koers, kan er onder omstandigheden een voordeel zijn behaald als die belegger tevens aandelen heeft verkocht in de periode dat de koers nog op een kunstmatig hoog niveau stond (zie § 4.4.1.e-f). Indien een misleidend pessimistische voorstelling is gegeven door de uitgevende instelling, kan de belegger schade lijden doordat hij tegen een kunstmatig lage koers verkoopt, maar tevens een zelfstandig voordeel behalen als hij aandelen koopt tegen een kunstmatig lage koers (§ 4.4.2.b).

Een belangrijke vraag is of de schade en het hierboven bedoelde voordeel voortvloeien uit ‘dezelfde gebeurtenis’ in de zin van art. 6:100 BW, gelet op de strenge uitleg die de Hoge Raad aan dit begrip geeft. Naar mijn oordeel is een bevestigend antwoord verdedigbaar. Het voordeel is precies het spiegelbeeld van het nadeel waarvan de belegger vergoeding vordert, en is het gevolg van de door de normschending veroorzaakte onzuiverheid in de koers. Wellicht zou men kunnen tegenwerpen dat het bij een misleidend positieve voorstelling van zaken de verkooptransactie, of bij een misleidend negatieve voorstelling van zaken de aankooptransactie is die het voordeel doet ontstaan, in plaats van de misleiding, zodat de schade en het voordeel niet voortvloeien uit dezelfde gebeurtenis. Die redenering spreekt mij niet aan. Men zou dan bijvoorbeeld ook kunnen betogen dat schade geleden als gevolg van aankoop tegen een kunstmatig hoge koers, dan wel als gevolg van verkoop tegen een kunstmatig lage koers rechtens geen schade is die voortvloeit uit de misleiding, maar uit de eigen beleggingsdaad. Deze zienswijze is ongewenst en overigens ook in strijd met het geldende recht (§ 4.5.2.b).

209 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 101.

210 Zie Bolt 1989, p. 183 e.v.; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 103.

Naar mijn oordeel is het ook redelijk dat de bedoelde voordelen in misleidingszaken worden verrekend. Het voordeel is redelijkerwijs te voorzien en vertoont nauwe samenhang met de schade. Voordeel en schade zijn elkaars spiegelbeeld.²¹¹ Om met Bloembergen te spreken moet de belegger de aangesproken partij “de gehele rekening” presenteren en niet “een rekening waarin bepaalde gevolgen buiten beschouwing zijn gelaten”.²¹² Ten slotte kan het niet verrekenen van voordelen arbitraire verschillen in de omvang van de vergoedingsplicht tot gevolg hebben indien de belegger gedurende het tijdvak van de misleiding meerdere malen effecten kocht en verkocht (zie voor voorbeelden § 4.4.1.e).

Indien de bedoelde voordelen niet op grond van art. 6:100 BW verrekend kunnen worden met de geleden schade, dan kan verrekening mogelijk op andere dogmatische gronden plaatsvinden. Ik denk hierbij aan het de mogelijkheid om schade ex art. 6:98 BW slechts redelijkerwijs toe te rekenen aan de aangesproken partij voor zover deze het bedrag van het voordeel overschrijdt. Voorts kan wellicht worden betoogd dat de aangesproken partij jegens de desbetreffende belegger slechts onrechtmatig heeft gehandeld voor zover de schade het bedrag van het voordeel overstijgt (relativiteit). Bij de relativiteitsleer komt namelijk betekenis toe aan de vraag of de overtreden norm strekt tot bescherming tegen de door de belegger geleden schade of de wijze waarop deze schade is geleden (§ 2.6.1). Men zou kunnen zeggen dat de overtreden norm slechts strekt tot bescherming tegen de schade voor zover deze groter is dan het behaalde voordeel.²¹³

b. Eigen schuld

Het is mogelijk dat schade niet alleen een gevolg is van een onrechtmatige daad van de schuldenaar, maar tevens van een handelen (of nalaten) van de schuldeiser zelf. De wet voorziet in art. 6:101 BW in de mogelijkheid om de schade geheel of gedeeltelijk voor rekening van de benadeelde te laten indien de schade tevens is veroorzaakt door een omstandigheid die aan de benadeelde kan worden toegerekend:

“Wanneer de schade mede een gevolg is van een omstandigheid die aan de benadeelde kan worden toegerekend, wordt de vergoedingsplicht verminderd door de schade over de benadeelde en de vergoedingsplichtige te verdelen in evenredigheid met de mate waarin de aan ieder toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen, met dien verstande dat een andere verdeling plaatsvindt of de vergoedingsplicht geheel vervalt of in stand blijft, indien de billijkheid dit wegens de uiteenlopende ernst van de gemaakte fouten of andere omstandigheden van het geval eist.”

211 Zie voor de spiegelbeeldgedachte Bloembergen 1965, nr. 223; Bolt 1989, p. 194 e.v.

212 Bloembergen 1965, nr. 219.

213 Vgl. HR 4 december 2009, LJN: BJ7320 (X/Staalbankiers BV), waarin de Hoge Raad overwoog dat de in art. 28 leden 2-4 Nadere Regeling toezichting effectenverkeer besloten normen wel strekken tot bescherming van de cliënt tegen te grote verliezen, maar niet tot een zo selectieve bescherming tegen elk (koers)verlies dat de belegger op een transactie lijdt.

Men spreekt wel over het leerstuk van de ‘eigen schuld’. In de rechtspraktijk worden veelal twee stappen onderscheiden.²¹⁴ De eerste stap is de primaire toerekeningsafweging, waarbij wordt vastgesteld in welke mate de aan ieder toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen. De tweede stap betreft de billijkheidscorrectie.

De schuld van de benadeelde kan zo gering zijn in verhouding tot de schuld van de dader dat zij bij de vaststelling van de aansprakelijkheid als factor dient te worden verwaarloosd.²¹⁵ Omgekeerd is ook mogelijk dat de aansprakelijkheid van de dader wegvalt, als zijn fout zeer gering is vergeleken met de fout van de benadeelde.²¹⁶ In het laatste geval kan de rechter tot de conclusie komen dat het causaal verband tussen de gedraging van de aangesproken partij en de schade ontbreekt, zodat men aan toepassing van art. 6:101 BW niet toekomt. Het verdient naar mijn oordeel echter de voorkeur in misleidingszaken zo veel mogelijk art. 6:101 BW toe te passen in plaats van te oordelen dat het causale verband ontbreekt.²¹⁷ Hierdoor wordt het mogelijk gemaakt een genuanceerde oplossing te bereiken. Dit is relevant indien de belegger wist of vermoedde dat de uitgevende instelling een misleidende voorstelling van zaken gaf op het moment van de beleggingstransactie (§ 4.5.2.g en § 4.6.2).

Het leerstuk van de eigen schuld is niet alleen relevant voor zover het gaat om eigen schuld aan het *ontstaan* of *intreden* van de schade, maar ook als het gaat om eigen schuld aan de *omvang* van de schade.²¹⁸ De benadeelde dient de schade te beperken voor zover dit mogelijk is en redelijkerwijs van hem kan worden verlangd. Dit staat bekend als de schadebeperkingsplicht. De schadebeperkingsplicht wordt gezien als species van het genus eigen schuld.²¹⁹ Zie over de schadebeperkingsplicht verder § 4.6.3.

Indien jegens de benadeelde belegger verschillende (rechts)personen – bijvoorbeeld de uitgevende instelling en de accountant – aansprakelijk zijn, terwijl de schade mede een gevolg is van een omstandigheid die aan de benadeelde belegger kan worden toegerekend, wordt deze ‘eigen schuld’ bij het bepalen van de vergoedingsplicht van elk van deze schuldenaren afzonderlijk in aanmerking genomen (zie art. 6:102 lid 2 BW). De benadeelde belegger kan in totaal niet

214 Zie Keirse 2003, p. 83 voor een meer gedetailleerde ontleding in vier stappen.

215 Vgl. HR 11 maart 1938, NJ 1938, 128 m.nt. E.M. Meijers; HR 3 februari 1956, NJ 1956, 158 m.nt. L.E.H. Rutten, HR 16 maart 1973, NJ 1973, 407; HR 17 juni 1975, NJ 1976, 81 m.nt. G.J. Scholten; HR 4 november 1977, NJ 1978, 146 m.nt. G.J. Scholten en HR 9 juni 1978, NJ 1978, 583.

216 Zie Hof Amsterdam 16 november 1989, NJ 1991, 304; HR 28 september 1990, NJ 1992, 619 en HR 31 maart 1995, NJ 1997, 592 m.nt. CJHB.

217 Vgl. HR 5 juni 2009, LJN: BH2811 (Levob Bank NV/X), r.o. 4.7.13 waarin bijvoorbeeld 100% eigen schuld wordt aangenomen in bepaalde omstandigheden.

218 Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 125; Keirse 2003, p. 8–9. De omvang van de schade kan worden vergroot door (i) een handelen of nalaten vóórdat de gebeurtenis die de schade veroorzaakt, plaats vond of (ii) doordat de benadeelde maatregelen tot beperking van de ingetreden schade achterwege laat.

219 Zie Keirse 2003, p. 42.

meer van hen vorderen dan hem zou zijn toegekomen, indien voor de omstandigheden waarop hun vergoedingsplichten berusten, slechts één persoon aansprakelijk zou zijn geweest (art. 6:102 lid 2 BW).²²⁰

Stelplicht en bewijslast van de feitelijke grondslag van een eigen-schuldverweer rusten in beginsel op gedaagde.²²¹ In de zaak Regiopolitie Gelderland-Zuid/Hovax BV²²² kwam aan de orde of de rechter een wettelijke verplichting tot schadevergoeding *ambtshalve* mag verminderen op de grond dat naar zijn oordeel sprake is van eigen schuld. De Hoge Raad beantwoordt deze vraag ontkennend. De aansprakelijk gestelde persoon dient een voldoende gemotiveerd beroep te doen op eigen schuld van de benadeelde. Dit betekent volgens de Hoge Raad echter niet dat het de rechter nimmer zou vrijstaan de eigen-schuldvraag *ambtshalve* aan de orde te stellen. Als hij dat doet, dient hij partijen in de gelegenheid te stellen het processuele debat dienaangaande aan te gaan en zich van een beslissing op dit punt te onthouden als vervolgens blijkt dat partijen dat debat niet wensen te voeren. De vraag wanneer het de rechter vrijstaat deze kwestie *ambtshalve* aan de orde te stellen, kan volgens de Hoge Raad niet in haar algemeenheid worden beantwoord.

c. Matiging

De rechter kan een wettelijke verplichting tot schadevergoeding matigen, indien toekenning van volledige schadevergoeding in de gegeven omstandigheden tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen zou leiden (art. 6:109 lid 1 BW). De matiging mag niet geschieden tot een lager bedrag dan waarvoor de schuldenaar zijn aansprakelijkheid door verzekering heeft gedekt of verplicht was te dekken (art. 6:109 lid 2 BW). Blijkens de parlementaire geschiedenis kan matiging niet alleen plaatsvinden ten behoeve van een natuurlijke persoon, maar ook ten behoeve van een rechtspersoon.²²³

De wet geeft een niet-limitatieve opsomming van omstandigheden die een rol kunnen spelen, waaronder (i) de aard van de aansprakelijkheid, (ii) de tussen partijen bestaande rechtsverhouding, en (iii) hun beider draagkracht (art. 6:109 lid 1 BW). Bij de aard van de aansprakelijkheid is vooral gedacht aan het onderscheid tussen schuld- en risicoaansprakelijkheid. Risicoaansprakelijkheid zou eerder een matiging rechtvaardigen. Bij een tussen partijen bestaande rechtsverhouding kan vooral worden gedacht aan een overeenkomst. Matiging zal minder snel redelijk zijn als een partij bepaalde gevolgen van niet-nakoming van een verplichting vrijwillig op zich heeft genomen. Wat betreft de draagkracht van partijen zal de draagkracht van de schuldenaar vaak beslissend zijn. Er zal eerder grond voor

220 Zie over het ingewikkelde art. 6:102 BW uitvoeriger Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 133-138; Kortmann 1991, p. 53-69.

221 Zie bijv. recentelijk HR 17 november 2006, RvdW 2006, 1076; Boonekamp, Losbl. Schadevergoeding, art. 101, aant. 21.

222 HR 26 september 2003, NJ 2004, 460 m.nt. J.B.M. Vranken (Regiopolitie Gelderland-Zuid/Hovax BV).

223 Zie Parl. Gesch. Boek 6, p. 441, 447, 450.

matiging zijn indien de schade aan de zijde van de benadeelde door verzekering is gedekt.²²⁴

Ook andere omstandigheden kunnen van belang zijn. In de eerste plaats de *mate van schuld* van de aansprakelijke persoon. Hoe lichter de schuld, des te eerder matiging gerechtvaardigd kan zijn.²²⁵ Het moeten nemen van risico's in *dienstverband* is ook aangevoerd als factor die eerder tot matiging zou kunnen leiden.²²⁶ Voorts kan worden genoemd de *aard en ernst van de schade*.²²⁷ Zo komt letselschade in beginsel eerder voor volledige vergoeding in aanmerking dan zuivere vermogensschade.

De genoemde factoren zouden naar mijn oordeel mogelijk kunnen leiden tot matiging van de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen, banken, de accountant en de uitgevende instelling (§ 4.6.4).

2.6 Relativiteit

2.6.1 Inleiding

Niet elke onrechtmatige daad die schade veroorzaakt leidt tot de verplichting tot schadevergoeding jegens de benadeelden. De in 1992 in art. 6:162 lid 1 en 163 BW gecodificeerde relativiteitsleer houdt in dat de dader van een daad die in strijd is met een rechtsnorm en derhalve onrechtmatig is, slechts *dán* jegens de benadeelde aansprakelijk is voor de door die daad veroorzaakte schade, indien de overtreden norm de strekking heeft de benadeelde in het geschonden belang te beschermen.

De in de relativiteitsleer vervatte gedachtegang is als volgt. Schade die het gevolg is van normschendend gedrag wordt slechts vergoed als de benadeelde als persoon ('jegens een ander', art. 6:162 lid 1 BW) en de door hem geleden schade (art. 6:163 BW) onder het beschermingsbereik van de geschonden norm vallen.²²⁸ Tevens is van belang tot welke wijzen van ontstaan van schade de bescherming van de geschonden norm zich uitstrekt.²²⁹

De relativiteitsleer bevat dus in de eerste plaats een persoonsgebonden element. De normschendende gedraging moet in relatie tot de concrete benadeelde onrechtmatig zijn. Het verspreiden van misleidende berichtgeving door een uitgevende instelling kan daardoor in theorie onrechtmatig zijn jegens belegger A, zonder

224 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 182. Zie over de rol van de draagkracht tevens Maeijer 1962, p. 135–140.

225 Parl. Gesch. Boek 6, p. 404, 452; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 183; zie ook Maeijer 1962, p. 125–135.

226 Parl. Gesch. Boek 6, p. 404, 450, 717; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 183.

227 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 184.

228 Asser-Hartkamp 4-III 2006, nr. 97. Zie over het leerstuk van de relativiteit voorts uitvoerig het proefschrift van Lankhorst (1992).

229 HR 7 mei 2004, NJ 2006, 281 m.nt. J. Hijma (Duwbak Linda), r.o. 3.4.1.

onrechtmatig te zijn jegens belegger B. Alleen belegger A kan dan schadevergoeding vorderen. De Hoge Raad merkt over de samenhang tussen onrechtmatigheid en relativiteit op:²³⁰

“[H]et [is] mogelijk (...) te zeggen dat de dader niet onrechtmatig heeft gehandeld jegens die ander; men kan dan evenwel even goed, zo niet beter zeggen dat de dader (in zoverre) niet onrechtmatig heeft gehandeld (vgl. HR 27 januari 1984, NJ 1984, 536). In dit opzicht bestaat een nauwe samenhang tussen onrechtmatigheid en relativiteitsvereiste.”

In aanvulling op het persoonsgebonden element, wordt ten aanzien van de geleden schade getoetst of de norm waarvan de schending onrechtmatig is, de strekking heeft het geschonden belang van de benadeelde te beschermen. Het is dus mogelijk dat hoewel onrechtmatig is gehandeld jegens een benadeelde partij, deze toch geen vordering tot schadevergoeding toekomt, omdat de overtreden norm een ander belang beschermt dan hetgeen is geschonden, of niet de wijze beschermt waarop de schade is geleden.

Het doel van de relativiteitsleer is een correctiemogelijkheid te verschaffen waarmee een te uitgebreide aansprakelijkheid voor aan derden toegebrachte schade kan worden vermeden.²³¹ De aansprakelijkheid wordt gerelativeerd.

De relativiteitsleer geldt zowel voor onrechtmatigheid wegens strijd met de wet als wegens strijd met hetgeen volgens ongeschreven regels in het maatschappelijk verkeer betaamt.²³² Soms worden overwegingen inzake relativiteit verweven in de zorgvuldigheidsnorm.²³³

Wat betreft stelplicht en bewijslast geldt dat eiser niet hoeft te stellen en te bewijzen dat de geschonden norm strekt ter bescherming van de schade zoals hij die heeft geleden. Het is aan de gedaagde om aan te geven waarom dat in het concrete geval niet zo is.²³⁴ Ten behoeve van eiser geldt dus een bewijsrechtelijk vermoeden, dat door gedaagde zal moeten worden ontzenuwd.

De relativiteitsleer is voor het onderhavige onderzoek om een aantal redenen van belang. In de eerste plaats moet worden gezien wat het beschermingsbereik is van de normen die zien op informatieverschaffing aan het beleggende publiek. De vraagstukken van causaliteit en schade zijn immers niet van belang voor zover het beleggende publiek, bepaalde typen beleggers, een bepaald type schade of een manier waarop de schade wordt veroorzaakt buiten het beschermingsbereik vallen. De relativiteitsleer vertoont voorts raakvlakken met de causaliteitseis

230 HR 30 september 1994, NJ 1996, 197 m.nt. C.J.H. Brunner (Staat/Solvay Duphar BV), r.o. 3.8.4.

231 Asser/Hartkamp 4-III 2006, nr. 95; Lankhorst 1992, p. 47, die tevens opmerkt dat de relativiteitsleer in Duitsland niet wordt gebruikt om de aansprakelijkheid te beperken, maar om haar uit te breiden.

232 Asser/Hartkamp 4-III 2006, nr. 99.

233 Zie HR 2 december 1994, NJ 1995, 288 m.nt. J.M.M. Maeijer (Poot/ABP), r.o. 3.4.1-3.4.3.

234 Van Maanen, Losbl. Onrechtmatige daad, art. 163, aant. 6; Lankhorst 1992, p. 43-46.

van art. 6:98 BW, waar het gaat om de vraag of de geleden *schade* onder het beschermingsbereik van de geschonden norm valt. In het kader van art. 6:98 BW noemt de wet namelijk als gezichtspunten voor toerekening de aard van de aansprakelijkheid en de aard van de schade. Bij de aard van de aansprakelijkheid is onder meer van belang wat de strekking, ratio of beschermingsomvang is van de regeling waarop de aansprakelijkheid is gebaseerd.²³⁵ Zowel art. 6:98 BW als de relativiteitsleer verschaffen een correctiemogelijkheid waarmee een te uitgebreide aansprakelijkheid voor aan derden toegebrachte schade kan worden vermeden. Tot op zekere hoogte lijkt de keuze voor het middel waarmee het doel wordt bereikt om het even.

2.6.2 Aansprakelijkheid wegens een misleidend prospectus

In § 2.3.2 is vermeld welke gegevens een prospectus op grond van art. 5:13 Wft dient te bevatten. Tevens zijn de gronden van aansprakelijkheid wegens een misleidend prospectus behandeld. Het ging om art. 6:162 BW, alsmede de regeling inzake oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a-193j BW) en misleidende reclame (art. 6:194-195 BW).

De regeling inzake oneerlijke handelspraktijken beoogt slechts consumenten te beschermen. Een consument is een natuurlijke persoon die niet handelt in de uitoefening van beroep of bedrijf (art. 6:193a onder f BW). Een particuliere belegger valt onder deze definitie. Een institutionele belegger zal geen beroep kunnen doen op deze regeling. De misleidende-reclameregeling beoogt volgens de parlementaire geschiedenis zowel concurrenten onderling (oneerlijke mededinging) als consumenten te beschermen tegen misleidende reclame.²³⁶ Een beroep op de misleidende reclameregeling komt na inwerkingtreding van de Wet oneerlijke handelspraktijken nog slechts toe aan beleggers die handelen in beroep of bedrijf, en die als gevolg van een misleidend prospectus schade lijden.²³⁷ Hoewel de prospectusplicht gekoppeld

235 Als gezichtspunt in het kader van art. 6:98 BW wordt tevens genoemd de vraag of de schade in een voldoende nabij verband staat met de onrechtmatige gedraging (anders gezegd, of de causale keten niet te lang is). Men zou dit ook kunnen vertalen in termen van de relativiteitsleer: valt *deze schade* nog onder het beschermingsbereik van de geschonden norm.

236 *Kamerstukken II* 1975/76, 13 611, nr. 3, p. 4.

237 Strenger lijkt Lankhorst, T&C Ondernemings- en effectenrecht, art. 6:194, aant. 7 die betoogt dat een beroep op deze bepaling toekomt aan *de belegger die door het prospectus misleid is* en die daardoor schade lijdt. Met de door mij gegeven omschrijving wordt ruimte open gelaten voor de mogelijkheid dat een belegger een beroep kan doen op art. 6:194-195 BW, zonder dat hij het prospectus heeft gelezen, dan wel is afgegaan op het oordeel van personen die het prospectus wel hebben gelezen. Ook jegens zulk een belegger is dan onrechtmatig gehandeld. Bij de leerstukken van het causaal verband en de eigen schuld (art. 6:101 BW) kan eventueel rekening worden gehouden met de omstandigheid dat aan de belegger onder omstandigheden een verwijt kan worden gemaakt die medeoorzaak was van de door hem geleden schade. Zie hierover § 4.5.2 en § 4.6.2.

is aan het aanbieden van (nieuwe) effecten, kunnen beleggers die effecten hebben gekocht in de secundaire markt ook een beroep doen op de regels van art. 6:193a e.v. en 6:194 e.v. BW indien het prospectus misleidend is.²³⁸ Dit geldt naar mijn oordeel eveneens voor beleggers die effecten geleverd krijgen die vóór de emissie reeds uitstonden. Voor de belegger maakt het immers niet uit of hij een ‘oud’ of een ‘jong’ stuk verwerft.²³⁹

Welke (vermogens)schade valt onder het beschermingsbereik van de norm om geen misleidend prospectus uit te geven? Deze vraag hangt nauw samen met de vraag welke schadeposten op grond van art. 6:98 BW aan de schadeveroorzaker kunnen worden toegerekend. Ik verwijs daarom naar § 4.5.

2.6.3 Aansprakelijkheid wegens misleidende periodieke verslagen

a. Niet-tijdige publicatie van periodieke verslagen

Hiervoor wees ik op het onderscheid tussen niet-tijdige publicatie van periodieke verslagen en misleidende periodieke verslagen (§ 2.3.3). Indien een belegger een transactie aangaat, terwijl algemeen bekend is dat een periodiek verslag ten onrechte nog niet openbaar is gemaakt, speelt de vraag of het risico voor uit die transactie voortvloeiende schade voor risico van de belegger moet komen. Dit vraagstuk zou dogmatisch zowel bij het leerstuk van de causaliteit, de eigen schuld (art. 6:101 BW), als de relativiteitseis kunnen worden behandeld.

Indien een uitgevende instelling niet tijdig periodieke informatie heeft verschaft, is de markt is daarvan op de hoogte, althans kan daarvan op de hoogte zijn, gelet op de wettelijk vastgelegde openbaarmakingstermijnen. Dit pleit ervoor om bij niet-tijdige publicatie van een periodiek verslag eventuele schade voor rekening van beleggers te laten.²⁴⁰ Toch is deze redenering mijns inziens te kort door de bocht. Het is namelijk niet vanzelfsprekend dat de schade *geheel* voor rekening van de belegger dient te komen.²⁴¹ Op grond van het leerstuk van de eigen schuld kan de schade worden verdeeld tussen de uitgevende instelling en de belegger, hetgeen naar mijn oordeel een resultaat geeft dat het rechtsgevoel meer bevredigt.

Niet-tijdige publicatie van een periodiek verslag kan samenvallen met een schending van art. 5:25i Wft, indien het periodieke verslag koersgevoelige informatie bevat. De verplichting om koersgevoelige informatie ex art. 5:25i Wft

238 Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 93.

239 Maris & Boele 1994, p. 146.

240 Van der Grinten & Kortmann 1996, p. 14–15 betogen dat koper noch verkoper kunnen stellen dat wanneer de informatie wel was verstrekt, hij de transactie niet of slechts tegen een hogere of lagere prijs zou zijn aangegaan. Niet geheel duidelijk is of Van der Grinten & Kortmann hun opvatting dogmatisch funderen op het leerstuk van de toerekening naar redelijkheid (art. 6:98 BW), de eigen schuld of de relativiteit.

241 Grundmann-van de Krol 2008, p. 722–723 is van oordeel dat een belegger erop mag vertrouwen dat de uitgevende instelling voldoet aan haar wettelijke informatieverplichtingen. Het niet voldoen aan die verplichtingen komt volgens haar dan niet voor rekening van de belegger.

onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen geldt namelijk ook indien op korte termijn een periodieke publicatie zal plaatsvinden.²⁴² De vraag wordt dan of schending van art. 5:25i Wft de uitgevende instelling schadeplichtig kan maken jegens beleggers. Hierna betoog ik dat dit inderdaad het geval is (§ 2.6.4).

b. Misleidende periodieke verslagen

Welke personen worden beschermd indien zij schade lijden door een misleidend periodiek verslag?

In art. 2:139 en 150 BW gaat het om hoofdelijke aansprakelijkheid van bestuurders c.q. commissarissen jegens ‘derden’. Heersende leer is dat onder ‘derden’ kan worden verstaan: iedere persoon behalve de vennootschap-rechtspersoon.²⁴³

Ook indien de grondslag voor aansprakelijkheid wegens misleidende verslagen wordt gezocht in art 6:162 BW, bijvoorbeeld bij een vordering jegens de uitgevende instelling, valt naar mijn mening aan te nemen dat iedere persoon behalve de vennootschap-rechtspersoon wordt beschermd, aangenomen dat ook aan de overige vereisten van het onrechtmatigedaadsrecht is voldaan.

Bijzondere vermelding verdient nog de aansprakelijkheid van de accountant ex art. 6:162 BW wegens een goedkeurende verklaring bij een misleidende jaarrekening. Van belang is hier het Vie d’Or-arrest, waarin het onder meer ging om de vraag of de accountants aansprakelijk zijn jegens alle voormalige polishouders van levensverzekeringsmaatschappij Vie d’Or voor de door de liquidatie van Vie d’Or verwezenlijkte schade.²⁴⁴ De Hoge Raad oordeelde met betrekking tot de vereiste zorgvuldigheid waarmee de accountant moet handelen als volgt (r.o. 5.4.1):

“De belangen die met een goede uitoefening van de taak van de externe controlerende accountant zijn gemoeid, zijn niet beperkt tot die van de rechtspersoon om wiens jaarrekening het gaat. In het maatschappelijk verkeer mogen derden verwachten dat de informatie zoals deze door, veelal wettelijk verplichte, openbaarmaking van de jaarrekening en een goedkeurende verklaring naar buiten komt, naar het onafhankelijk en objectief inzicht van de accountant een getrouw beeld geeft van het vermogen, het resultaat en de solvabiliteit en liquiditeit van de onderneming en dat de jaarrekening voldoet aan de vereisten die wet en (Europese) regelgeving stellen en in overeenstemming is met de normen en standaarden die te dier zake in deze beroepsgroep algemeen worden aanvaard. Ook derden moeten hun gedrag kunnen afstemmen op die informatie en bij het nemen of handhaven van hun (financiële) beslissingen kunnen vertrouwen dat het gepresenteerde beeld niet misleidend is. Aldus dient deze taakuitoefening van de accountant mede een wezenlijk publiek belang.”

²⁴² Zie hierover ook Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 264.

²⁴³ Van der Heijden & Van der Grinten 1992, nr. 262; Huizink, Losbl. Rp., art. 139, aant. 6; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 470; Wezeman 1998, p. 87.

²⁴⁴ HR 13 oktober 2006, JOR 2006/296 m.nt. H. Beckman; NJ 2008, 528 m.nt. C.C. van Dam onder NJ 2008, 529 (Vie d’Or).

Uit bovenstaande overweging kan naar mijn oordeel worden afgeleid dat de relativiteitseis niet in de weg staat aan bescherming van de individuele vermogensbelangen van het beleggende publiek indien de accountant ten onrechte een goedkeurende verklaring heeft afgelegd bij een misleidende jaarrekening.²⁴⁵ Het enkele feit dat de jaarrekening misleidend is, is overigens niet voldoende om aan te nemen dat de accountant onrechtmatig heeft gehandeld. Het gaat erom wat van een redelijk handelend en redelijk bekwaam accountant kan worden gevergd in het kader van een zorgvuldige uitoefening van zijn taak met het oog op de belangen van het beleggende publiek (zie daarover § 2.3.3).

Voor de beantwoording van de vraag welke (vermogens)schade onder het beschermingsbereik valt van de norm om geen misleidend periodiek verslag uit te geven, verwijs ik – vanwege de nauwe samenhang met de vraag welke schade op grond van art. 6:98 BW aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend – naar § 4.5.

2.6.4 Aansprakelijkheid wegens schending ad-hocinformatieverplichtingen

In de memorie van toelichting bij art. 1:23 Wft wordt in algemene zin opgemerkt dat als een consument schade lijdt als gevolg van een overtreding van de Wft, ook voldaan zal zijn aan het vereiste van art. 6:163 BW.²⁴⁶ Daarmee geeft de wetgever aan dat bepalingen in de Wft de strekking hebben een belegger te beschermen tegen schade ten gevolge van overtreding van de Wft.²⁴⁷ Dit is een eerste indicatie²⁴⁸ dat schade die beleggers lijden door niet-naleving van art. 5:25i Wft in beginsel voor vergoeding in aanmerking komt.

Doel en strekking van art. 5:25i Wft lijken er ook op te wijzen dat de relativiteitseis geen obstakel vormt voor beleggers om schadevergoeding te vorderen bij

245 Beckman 1991, p. 44–47 betoogt dat bij beantwoording van de vraag of het accountantsonderzoek en het afleggen en openbaarmaken van de accountantsverklaring strekt tot bescherming van een door art. 6:162 BW gedekt belang betekenis toekomt aan de *doelstelling* van de openbaarmaking van de gecertificeerde jaarrekening. Openbaarmaking in een emissieprospectus zal naar zijn oordeel een onrechtmatige daad opleveren indien de accountantsverklaring een misleidende jaarrekening dekt. Ten aanzien van de gecertificeerde jaarrekening als bestanddeel van het verantwoordingsverslag van het bestuur en de raad van commissarissen jegens de algemene vergadering neemt hij aan dat er in beginsel geen sprake kan zijn van aansprakelijkheid. Dit verslag zou namelijk niet de functie hebben, en ook niet geschikt zijn, om allerlei beslissingen door derden te laten nemen. Alleen door bijkomende omstandigheden kan naar zijn oordeel sprake zijn van aansprakelijkheid van de accountant voor de onjuiste goedkeurende accountantsverklaring. Uit het Vie d'Or-arrest valt niet af te leiden of het door Beckman gemaakte onderscheid rechtens relevant is.

246 *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 393.

247 Grundmann-van de Krol 2008, p. 712, 722.

248 Lemstra & Neering 2009, p. 1052–1053 betogen terecht dat niet elke bepaling in de Wft tot direct doel heeft de belegger te beschermen. Met overtreding van een bij of krachtens de Wft gestelde regel is naar hun oordeel nog niet gegeven dat de regel strekt om de belegger te beschermen tegen de schade die zich in dat specifieke geval heeft voorgedaan.

niet-naleving van de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. De openbaarmakingsplicht van art. 5:25i lid 1 Wft is in de eerste plaats bedoeld als een preventieve maatregel ter voorkoming van het gebruik van voorwetenschap. De mogelijkheid voor ingewijden om vooruitlopend op publicatie koerswinsten te behalen wordt beperkt indien koersgevoelige informatie eerder wordt gepubliceerd. In de toelichting bij de Wet Marktmisbruik wordt uitdrukkelijk aan deze doelstelling gerefereerd.²⁴⁹ Indien voorkoming van het gebruik van voorwetenschap de enige doelstelling zou zijn van art. 5:25i Wft, zou twijfel kunnen ontstaan over de vraag of overtreding van die bepaling zou kunnen leiden tot civielrechtelijke aansprakelijkheid jegens beleggers.²⁵⁰ De openbaarmakingsplicht beoogt echter tevens het onderhouden van een transparante effectenmarkt. De Richtlijn Marktmisbruik en de daarop gebaseerde Wet Marktmisbruik noemen deze doelstelling niet uitdrukkelijk.²⁵¹ De AFM is echter van oordeel dat de verplichting van art. 5:25i Wft tevens ziet op het bevorderen van een transparante markt.²⁵² In de literatuur wordt dit doel ook onderschreven.²⁵³ Art. 5:25i Wft maakt (inmiddels)²⁵⁴ deel uit van een hoofdstuk in de Wft dat regels bevat over informatievoorziening door uitgevende instellingen. Daarmee wordt door de wetgever impliciet erkend dat doel en strekking van de openbaarmakingsplicht ruimer zijn dan het voorkomen van handel met voorwetenschap. In dit verband valt ook te wijzen op het vóór invoering van de Wet Marktmisbruik geldende art. 28h FR (oud), dat er voornamelijk toe strekte om een goede en eerlijke prijsvorming te bevorderen en beleggers in staat te stellen om op grond van alle actuele informatie aan- en verkoopbeslissingen te nemen.²⁵⁵

In de opzet van de Wft kunnen nog andere aanknopingspunten worden gevonden voor de beantwoording van de vraag of de geleden schade voor vergoeding in aanmerking komt. Het toezicht dat door middel van de Wft wordt uitgeoefend, is gesplitst in prudentieel toezicht en gedragstoezicht. De regels in hoofdstuk 5 van de Wft omtrent publicatie van koersgevoelige informatie zijn regels die zien op marktgedrag. Het gaat het erom ordelijke en transparante marktprocessen te bewerkstelligen. Het feit dat art. 5:25i Wft een gedragsregel is, heeft volgens Van Baalen civielrechtelijke gevolgen. Zijns inziens geeft de indeling in hoofdstukken met gedragsregels een handig bewijsvermoeden dat het gaat om regels die zijn geschreven met het oog op de bescherming van de (vermogensrechtelijke) belangen

249 *Kamerstukken II* 2004–2005, 29 827, nr. 3, p. 12.

250 Zie voor gedachten in die richting ten aanzien van de oude regeling Nieuwe Weme & Stevens 2006, p. 164.

251 In kritische zin hierover Nieuwe Weme & Stevens 2006, § 5.2.4; Hoff, Losbl. TFM, art. 5:59 Wft, aant. 5.1.

252 AFM Snelgids Koersgevoelige Informatie, p. 3.

253 Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 184–185; Hoff 2007, p. 384.

254 Voorheen was art. 5:25i Wft geplaatst in een afdeling met regels ter voorkoming van marktmisbruik, waardoor de strekking van het artikel beperkt leek tot het tegengaan van handel met voorwetenschap.

255 Euronext 2003, nr. 1.1 en 1.2.

van een of meerdere specifieke (markt)partijen.²⁵⁶ De gedragsregels in hoofdstuk 5 Wft kleuren voor een belangrijk deel privaatrechtelijke open normen in. Het is volgens Van Baalen vervolgens aan degene die de regel heeft geschonden om aannemelijk te maken waarom de geschonden regel deze belangen niet tracht te behartigen, maar een ander doel kent.²⁵⁷

Men zou mogelijk als bezwaar tegen civielrechtelijke aansprakelijkheid bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht kunnen aanvoeren dat de aansprakelijkheidsrisico's voor uitgevende instellingen daardoor te veel toenemen. Een beursnotering wordt daardoor minder aantrekkelijk. De relativiteitseis zou als correctiemogelijkheid kunnen dienen om dit ongewenste gevolg tegen te gaan. Naar mijn oordeel is het echter te ongenueanceerd om een schadevergoedingsvordering onder alle omstandigheden af te wijzen op basis van de relativiteitseis. Via de andere vereisten die vervuld moeten worden voordat een aanspraak op schadevergoeding bestaat, kan nog een dam worden opgeworpen tegen een te ver uitdijende aansprakelijkheid.

Vermeldenswaardig is dat in Duitsland de wetgever van oordeel is geweest dat gedupeerde beleggers een aanspraak op schadevergoeding geldend moeten kunnen maken bij niet-naleving van de verplichting om koersgevoelige informatie openbaar te maken.²⁵⁸ Wel zijn in de wet enkele beperkingen aangebracht.²⁵⁹

Voor de beantwoording van de vraag welke (vermogens)schade onder het beschermingsbereik valt van de norm om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken, verwijs ik – vanwege de nauwe samenhang met de vraag welke schade op grond van art. 6:98 BW aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend – naar § 4.5.

256 Van Baalen 2007, p. 664.

257 Van Baalen 2007, p. 665.

258 In de Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) zijn uitdrukkelijke voorschriften opgenomen over de aansprakelijkheid wegens schending van het voorschrift om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Op grond van § 37b kunnen beleggers schadevergoeding vorderen van de uitgevende instelling indien koersgevoelige informatie ten onrechte niet onverwijld openbaar wordt gemaakt.

259 Zo bepaalt § 37b Abs. 2 WpHG dat er geen aansprakelijkheid bestaat indien bewezen wordt dat de niet-naleving niet het gevolg is van opzet of grove nalatigheid. Volgens § 37b Abs. 4 WpHG dient de belegger uiterlijk één jaar vanaf het moment dat hij bekend wordt met de ommissie een vordering in te stellen. Een aanspraak op schadevergoeding verjaart in ieder geval drie jaren na de ommissie. Voor bekendmaking van onware koersgevoelige informatie geldt een vergelijkbare bepaling als voor het nalaten van openbaarmaking, § 37c. De emittent is slechts aansprakelijk jegens een derde *die op de juistheid van de informatie vertrouwt* (Abs. 1). Niet geheel duidelijk is of een derde altijd zal moeten bewijzen of hij zelf op de juistheid van de informatie heeft vertrouwd en hoe hij dit bewijs kan leveren.

2.6.5 Bijzondere gevallen: short sellers en beleggers in afgeleide instrumenten

a. Short selling

Bij de behandeling van de relativiteitseis dient nog te worden gewezen op het bijzondere geval van schade geleden door *short sellers*. Een belegger die effecten koopt, doet dit normaal gesproken in de hoop dat de waarde van de effecten zal stijgen, waardoor hij winst kan maken. Een short seller zoekt naar winstmogelijkheden door te handelen in effecten waarvan hij verwacht dat de waarde zal *dalen*. Een belegger die short gaat in effecten, meent namelijk doorgaans dat de markt de effecten overwaardeert.²⁶⁰

Short selling gebeurt vaak door effecten te *verkopen* die de belegger zelf nog niet heeft verkregen. Normaal gesproken zal de short seller aandelen 'lenen'²⁶¹ van een broker tegen een afgesproken premie of rentevoet.²⁶² Indien de effecten vervolgens worden geleverd aan de koper, is de transactie voltooid. De short seller heeft de verkoopprijs ontvangen, de koper de effecten. De short seller is echter verplicht om op een later moment een gelijk aantal effecten te kopen, zodat hij de 'geleende' effecten kan terugleveren aan de *broker* van wie hij de effecten had geleend. In theorie kan deze latere koop (de *covering purchase*) worden gefinancierd met de verkoopprijs die de short seller heeft verkregen toen hij de effecten op een eerder moment verkocht. Hierin ligt voor de short seller tevens de mogelijkheid om winst te behalen. Indien de prijs van de effecten daalt na de eerdere verkoop, behoeft de short seller niet de volledige verkoopprijs aan te wenden voor de covering purchase. Het verschil tussen de verkoopprijs en de aankoopprijs is winst voor de belegger die short gaat. Aan de andere kant is het potentiële verlies van de short seller onbegrensd. Indien na de verkoop de koers van de effecten stijgt, dient de short seller bij aankoop meer voor de effecten te betalen dan waarvoor hij de effecten heeft verkocht. Aangezien de prijs van een effect geen bovengrens heeft, is het risico voor de short seller in theorie dus ook onbegrensd.

Volgens de financiële theorie draagt de mogelijkheid tot het short gaan in effecten bij aan een efficiënte prijsvorming en liquiditeit op de markt (zie hierna ook § 4.2). Short selling was in Nederland tot aan de kredietcrisis van 2007-2008 toegestaan. Daarna zijn de mogelijkheden tot short selling tijdelijk beperkt. Sinds 1 juni 2009

260 Denkbaar is ook dat de belegger *short* gaat om een andere reden, bijvoorbeeld om zich in te dekken (te *hedge*) tegen het risico op een andere positie die hij heeft ingenomen.

261 Van daadwerkelijk lenen is geen sprake. De aandelen worden juridisch volledig overgedragen onder de obligatoire verplichting voor de inlener om op een afgesproken later tijdstip een gelijk aantal zelfde aandelen terug te leveren. Het uitlenen moet juridisch worden gekwalificeerd als verbruikleen ex art. 7a:1791 BW. Zie Raaijmakers 2007, p. 12–19.

262 Ook bestaat het zogenaamde 'naakte' short selling. Daarbij gaan beleggers *short* zonder dat effect eerst in te lenen. Hierdoor ontstaat er een nagenoeg onbeperkt aanbod van aandelen waarin beleggers short kunnen gaan.

geldt de Tijdelijke Regeling inzake Melding van Short Posities.²⁶³ Significante short posities moeten op grond van deze regeling worden gemeld aan de AFM.

Indien de uitgevende instelling een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven, kan de vraag opkomen of er ook onrechtmatig wordt gehandeld jegens een short seller.²⁶⁴ In de Nederlandse rechtspraak en literatuur is deze kwestie voor zover mij bekend nog niet aan de orde geweest.

Een short seller kan evenals een reguliere belegger die effecten *long* koopt schade lijden. Dit gaat bijvoorbeeld in chronologische volgorde als volgt: (i) de short seller verkoopt effecten, (ii) de vennootschap geeft een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap, die de koers opstuwt naar een kunstmatig hoog niveau, (iii) de short seller verricht de covering purchase en (iv) de onjuiste voorstelling van zaken wordt bekend in de markt. In dit geval heeft de short seller bij de covering purchase meer voor de effecten betaald dan indien de onrechtmatige gedraging niet had plaatsgevonden. Hij heeft effecten moeten kopen voor de covering purchase in een periode dat de beurskoers kunstmatig hoog was. Deze schade is definitief. Zie hierover uitvoeriger § 4.4.1.1.

De vraag doet zich voor of het geven van een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap ook onrechtmatig is jegens short sellers. Een argument voor ontkennende beantwoording van deze vraag zou mogelijk kunnen zijn dat deze beleggers niet vertrouwen op de zuiverheid van de beurskoers als zij short gaan. Zij verwachten immers een koersdaling, omdat zij menen dat het effect overgewaardeerd is. Mijns inziens moet deze redenering evenwel worden verworpen, om de volgende redenen.

Voor een goed begrip van de strategie van short sellers, is het van belang om te beseffen dat markten kunnen overreageren op nieuwe informatie. Een aandeel kan over- of ondergewaardeerd zijn ten opzichte van de onderliggende fundamentele waarde van de onderneming, maar nog steeds worden gezien als een efficiënte prijs, in die zin dat de prijs alle publiekelijk beschikbare informatie weerspiegelt (zie ook § 4.2.4). De mogelijkheid van een over- of onderreactie door de markt biedt beleggers een kans om winst te behalen. Beleggers denken dat de markt zichzelf op de lange termijn zal corrigeren en de beschikbare informatie op een juiste wijze zal weergeven. Een short seller denkt doorgaans dat de markt zich op de lange termijn zal herstellen door de koers van het aandeel neerwaarts bij te stellen.

Hoewel een short seller impliciet veronderstelt dat de markt overreageert, houdt dit niet in dat een short seller rekening houdt met een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap. Voor een short seller zal dit in beginsel evenzeer

263 Zie Stert. 2009, 97. Deze regeling gold aanvankelijk tot 1 januari 2010. Op 16 december 2009 heeft de AFM deze regeling verlengd door deze opnieuw te publiceren maar zonder opname van een vervaldatum. In plaats daarvan bepaalt art. 5 dat de AFM de regeling intrekt 'zodra de markt-omstandigheden dat toelaten' (Stert. 2009, 20429).

264 In de Nederlandse literatuur is voor zover ik heb kunnen nagaan alleen Oranje (2006) terloops ingegaan op *short selling* in geval van aansprakelijkheid wegens misleidende berichtgeving. Rechtspraak hierover ontbreekt.

onbekend zijn als voor een belegger die een long-positie inneemt. Het zou daarom mijns inziens niet juist zijn om te concluderen dat het geven van een onjuiste voorstelling van de toestand van de vennootschap niet onrechtmatig is jegens short sellers. De relativiteitseis staat niet in de weg aan een vordering tot schadevergoeding van short sellers.

b. Beleggers in afgeleide instrumenten

Beleggers die beursgenoteerde financiële instrumenten houden waarvan de waarde is afgeleid van een onderliggend (beursgenoteerd) effect – bijvoorbeeld opties – kunnen eveneens schade lijden als gevolg van een misleidende voorstelling van zaken. De vraag is vervolgens of de aangesproken persoon jegens hen onrechtmatig handelt. In de Nederlandse rechtspraak en literatuur zijn geen aanknopingspunten te vinden voor de beantwoording van deze vraag.

Het lijkt mij verdedigbaar om aan te nemen dat onder omstandigheden onrechtmatig wordt gehandeld jegens de genoemde beleggers in afgeleide instrumenten. Daarbij denk ik vooral aan het geval dat de afgeleide instrumenten zijn uitgegeven *met medewerking* van de instelling die de effecten waarvan de waarde van de instrumenten is afgeleid, heeft uitgegeven. Indien geen medewerking is verleend aan de uitgifte, is naar mijn oordeel verdedigbaar dat niet onrechtmatig wordt gehandeld jegens beleggers die door handel in de financiële instrumenten schade hebben geleden.²⁶⁵ Zou hierover anders moeten worden geoordeeld, dan zou ik menen dat het rechtens vereiste causaal verband ontbreekt omdat de schade in een te ver verwijderd verband staat van de onrechtmatige gedraging.

2.7 Processuele mogelijkheden tot collectieve afwikkeling

2.7.1 Collectieve acties

a. Inleiding

In 1994 is een algemene regeling van de collectiviteitsacties²⁶⁶ opgenomen in de art. 3:305a en 3:305b BW.²⁶⁷ De wetgever beoogde hiermee een meer effectieve en efficiënte rechtsbescherming te bieden. Voor de achtergronden en totstandkoming van deze regeling verwijs ik naar het proefschrift van Frenk uit 1994.²⁶⁸ Ik ga hier uitsluitend in op art. 3:305a BW, waarin de ‘collectieve actie’²⁶⁹ is geregeld.

²⁶⁵ Een ander criterium zou kunnen zijn of de afgeleide instrumenten worden verhandeld op een markt die door de Wft wordt gereguleerd.

²⁶⁶ Zie voor deze overkoepelende term Snijders, Klaassen & Meijer 2007, nr. 69.

²⁶⁷ Wet van 6 april 1994 (Stb. 1994, 269), in werking getreden op 1 juli 1994 (Stb. 1994, 391).

²⁶⁸ Frenk 1994, p. 103 e.v.

²⁶⁹ Zie over deze terminologie Lemstra 2009, p. 38, die spreekt van een collectieve actie als een belangenorganisatie op eigen naam handelt en dus niet *namens* de groep benadeelden. In het laatste geval is zijns inziens sprake van een ‘class action’ of ‘groepsactie’.

De regeling van het collectief actierecht houdt kort gezegd het volgende in. Krachtens art. 3:305a lid 1 BW kan een stichting of vereniging met volledige rechtsbevoegdheid een rechtsvordering instellen die strekt tot bescherming van gelijksoortige belangen van andere personen, voor zover zij deze belangen ingevolge haar statuten behartigt. De rechtspersoon procedeert voor zichzelf en dus niet als procesvertegenwoordigster in naam van een ander.²⁷⁰ Op grond van art. 3:305a lid 2 BW geldt dat een rechtspersoon als bedoeld in lid 1 niet ontvankelijk is, indien hij in de gegeven omstandigheden onvoldoende heeft getracht het gevorderde door het voeren van overleg met de gedaagde te bereiken. Een termijn van twee weken na de ontvangst door de gedaagde van een verzoek tot overleg onder vermelding van het gevorderde, is daartoe in elk geval voldoende. Een rechtsvordering als bedoeld in art. 3:305a lid 1 BW kan niet strekken tot schadevergoeding in geld (art. 3:305a lid 3 tweede zin BW). Een rechterlijke uitspraak heeft geen gevolg ten aanzien van een persoon tot bescherming van wiens belang de rechtsvordering strekt en die zich verzet tegen werking van de uitspraak ten opzichte van hem, tenzij de aard van de uitspraak meebrengt dat de werking niet slechts ten opzichte van deze persoon kan worden uitgesloten (art. 3:305a lid 5 BW).

In de rechtspraak worden in het algemeen geen strenge eisen gesteld aan de in de eerste twee leden van art. 3:305a BW opgenomen ontvankelijkheidscriteria, gelet op het doel om de mogelijkheid tot het instellen van een collectieve actie te bevorderen. De wetgever heeft in art. 3:305a BW – helaas – niet voorzien in een uitzondering op de regel dat een uitspraak van de rechter slechts gelding heeft tussen de personen die partij zijn geweest bij de procedure. Indien dus de belangenorganisatie een verklaring voor recht verkrijgt dat een informatiedocument misleidend was (zie § 2.7.1.c), is die verklaring voor recht niet dwingend van toepassing in een vervolprocedure tussen een individuele belegger en de aangesproken partij.²⁷¹ Individuele procedures worden niet van rechtswege geschorst als over een gelijk of soortgelijk geschil een collectieve actie is ingesteld.²⁷²

b. Gelijksoortigheid van belangen

De bij de vordering betrokken belangen moeten zodanig *gelijksoortig* zijn dat zij zich lenen voor bundeling. Frenk wijst er in zijn proefschrift op dat ten aanzien van

²⁷⁰ Zie Oranje & Henquet 2004, p. 340.

²⁷¹ Zie hierover in kritische zin Cornegoor 2009, p. 16–17, die vooral problemen ziet indien de aangesproken partij hoger beroep instelt in de individuele (vervolg)procedure. De appelrechter zal mogelijk slechts in beperkte mate willen afgaan op het oordeel van de lagere rechter in een collectieve actie. Zie voorts Snijders, Klaassen & Meijer 2007, nr. 69. De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest overigens overwogen dat het in de rede ligt dat het in de collectieve actie gegeven oordeel over de onrechtmatigheid wel tot uitgangspunt wordt genomen in afzonderlijke vervolprocedures. Zie HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.8.2.

²⁷² Nijhuis 2009, p. 91 meent vanuit het perspectief van de rechterlijke macht dat schorsing van rechtswege in dit geval wenselijk is. Hij pleit voor aanpassing van de wet.

de gelijksoortigheid plaats is voor een zekere abstracte toetsing en generalisatie.²⁷³ Te veel nuancering maakt een collectieve actie onhanteerbaar. In het kader van het onderhavige onderzoek gaat het om de vraag of de belangen van beleggers die schade hebben geleden als gevolg van misleidende berichtgeving zich lenen voor bundeling indien een verklaring voor recht wordt gevorderd ter zake van het onrechtmatig handelen. De Hoge Raad oordeelt in de World Online-zaak²⁷⁴ terecht dat dit het geval is (r.o. 4.8.1):

“De collectieve actie van VEB strekt ertoe een verklaring voor recht te verkrijgen dat World Online en de Banken onrechtmatig hebben gehandeld door, kort gezegd, in de periode rond de beursintroductie van World Online onjuiste en/of onvolledige informatie te geven of anderszins misleidend te handelen. (...) [De] VEB [komt] in deze procedure op voor de belangen van de beleggers die in de periode van 17 maart tot en met 3 april 2000 aandelen World Online hebben verworven. Hoewel het antwoord op de vraag of en in hoeverre iedere belegger afzonderlijk daadwerkelijk door de gestelde onrechtmatige daad is misleid, mede afhankelijk is van de omstandigheden waarin die belegger ten tijde van zijn beleggingsbeslissing verkeerde, leent een vordering als de onderhavige zich bij uitstek voor bundeling van aanspraken van individuele beleggers in de vorm van een collectieve actie. Bij deze collectieve actie staat immers uitsluitend ter beoordeling of het gedrag van World Online en de Banken bij de beursintroductie onrechtmatig is geweest. Bij de beantwoording van die vraag kan geabstraheerd worden van de bijzondere omstandigheden aan de zijde van de beleggers (...). Die omstandigheden zijn pas relevant bij vragen omtrent bijvoorbeeld schade(omvang), causaal verband en eigen schuld. Voor zover de onrechtmatigheid van de gedragingen van World Online en de Banken gegrond wordt op het openbaar maken van misleidende mededelingen, gaat het dus niet om de vraag of en in hoeverre (bepaalde) beleggers daadwerkelijk zijn misleid, maar om de vraag of World Online en de Banken zich vanwege het misleidende karakter van de mededelingen hadden moeten onthouden van het openbaar maken daarvan (...). Een andere opvatting zou toepassing van art. 3:305a BW onaanvaardbaar beperken.”

Men ziet hier dat onderlinge verschillen tussen beleggers die bijvoorbeeld een rol spelen bij de leerstukken van causaal verband, schade en eigen schuld niet in de weg staan aan het vorderen van een verklaring voor recht dat een uitgevende instelling onrechtmatig heeft gehandeld.²⁷⁵ De collectieve actie kan volgens de Hoge Raad voorts zowel in het belang van particuliere als beroeps- of bedrijfsmatig handelende (rechts)personen worden ingesteld.²⁷⁶ Hieronder zal nog blijken dat een

273 Frenk 1994, p. 149.

274 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

275 Vgl. over gelijksoortigheid nog HR 23 december 2005, NJ 2006, 289 m.nt. M.R. Mok; JOR 2006/20 (Fortis Bank (Nederland)/Stichting Volendam c.s.), r.o. 7.3; Lemstra 2005, p. 300–302.

276 HR 29 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.8.3.

verklaring voor recht dat de aansprakelijke partijen jegens de gedupeerden hoofdelijk gehouden zijn tot vergoeding van de schade naar huidig recht niet geoorloofd is.

c. Type vorderingen

Art. 3:305a lid 3 BW bepaalt zoals gezegd dat een rechtsvordering niet kan strekken tot schadevergoeding te voldoen in geld. Voor het overige zijn alle vorderingen in beginsel mogelijk. Daarbij valt bijvoorbeeld te denken aan: (i) een rechterlijk bevel/verbod, (ii) een verklaring voor recht, (iii) nakoming, (iv) ontbinding en daaruit voortvloeiende ongedaanmakingsverbintenissen, (v) vernietiging, inroepen van de nietigheid en de daarop gebaseerde vordering op grond van onverschuldigde betaling, (vi) schadevergoeding anders dan in geld.²⁷⁷

De grenzen van het verbod op collectief schadeverhaal van art. 3:305 lid 3 BW zijn de afgelopen jaren verkend in de rechtspraak. Belangrijk in dit verband zijn de Vie d'Or-arresten. De Stichting Vie d'Or (die de gemeenschappelijke belangen van de voormalige polishouders behartigt) had de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK), de betrokken accountants en de betrokken actuaris aangesproken op basis van art. 3:305a BW. In het hoger beroep vordert de Stichting Vie d'Or onder meer een verklaring voor recht dat de voornoemde partijen onrechtmatig hebben gehandeld jegens de voormalige polishouders *en deswege jegens hen hoofdelijk gehouden zijn tot voldoening van de schade* die zij door het faillissement van Vie d'Or hebben geleden. Het hof heeft de gevorderde verklaring voor recht afgewezen, waarover door de Stichting Vie d'Or in cassatie vergeefs wordt geklaagd. Volgens de Hoge Raad behoort zulk een vordering niet tot de vorderingen die in verband met de te bundelen gelijksoortige belangen van de polishouders in een procedure ex art. 3:305a kunnen worden ingesteld. Ik kom nog uitgebreider terug op het oordeel van de Hoge Raad en de vraag welke betekenis dit heeft voor vorderingen van beleggers bij schade door misleiding op de effectenmarkt (§ 6.3). Een belangrijke vraag is bijvoorbeeld of in een collectieve actie naar huidig recht de onzuiverheid in de beurskoers kan worden vastgesteld voor de periode van de misleiding.

Een ander belangrijk onderdeel van de uitspraak betreft de vraag of (redelijke) kosten ter vaststelling van aansprakelijkheid en schade op grond van art. 6:96 lid 2, aanhef en onder b BW voor vergoeding in aanmerking kunnen komen. De Stichting Vie d'Or vorderde vergoeding van de kosten van rapportages die onder meer door KPMG waren opgesteld. Dogmatisch speelt de vraag of deze kosten voor rekening van de aangesproken partijen mogen komen, aangezien de Stichting Vie d'Or deze kosten zelf heeft gemaakt en de aangesproken partijen niet onrechtmatig hebben gehandeld jegens de Stichting Vie d'Or zelf. De Hoge Raad overweegt:²⁷⁸

²⁷⁷ Lemstra 2005, p. 303 Enige twijfel is mogelijk ten aanzien van de mogelijkheid om collectief ontbinding of vernietiging te vorderen, gelet op HR 14 juni 2002, NJ 2003, 689 m.nt. H.J. Snijders (Varkenshouders/Staat).

²⁷⁸ Zie JOR 2006/295, r.o. 7.2.2; JOR 2006/296, r.o. 8.2.2; JOR 2006/297, r.o. 6.3.2.

“Een redelijke uitleg van art. 3:305a BW in verbinding met art. 6:96 lid 2, aanhef en onder b, BW brengt mee dat, indien in een procedure op de voet van art. 3:305a BW de rechtspersoon een verklaring voor recht vordert dat degene tegen wie die rechtsvordering is ingesteld onrechtmatig heeft gehandeld of in zijn verplichtingen is tekortgeschoten en uit de toewijzing van deze vordering volgt dat de betrokkene op grond van een wettelijke verplichting aansprakelijk is voor de schade die de personen wier belangen worden behartigd als gevolg van de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust hebben geleden, de (redelijke) kosten ter vaststelling van schade en aansprakelijkheid voor vergoeding in aanmerking kunnen komen. *Daaraan doet niet af dat de rechtspersoon deze kosten zelf heeft gemaakt en dat de aangesprokene voor de schade jegens de rechtspersoon zelf niet aansprakelijk is* [cursivering BdJ].”

Bij dit oordeel betreft de Hoge Raad dat art. 3:305a BW ertoe strekt omwille van een doelmatige afdoening van massaschade te doen vaststellen dat de gedraging onrechtmatig is, en dat met deze vaststelling in beginsel schadeplichtigheid gegeven is. Verder moet volgens de Hoge Raad in aanmerking worden genomen dat de bedoelde kosten ook kunnen worden gevorderd wanneer zij zijn gemaakt ter zake van een *andere* vordering dan een die tot schadevergoeding strekt, mits die vordering strekt tot vaststelling van de grondslag van aansprakelijkheid. In het onderhavige geval is de grondslag van de aansprakelijkheid gelegen in de omstandigheid dat degene tegen wie op de voet van art. 3:305a BW de rechtsvordering is ingesteld jegens degenen wier gelijksoortige belangen worden behartigd onrechtmatig heeft gehandeld of in zijn verplichtingen is tekortgeschoten, terwijl deze kosten, gemaakt ten behoeve van die personen, kunnen behoren tot de vermogensschade die, zo deze personen die kosten zelf zouden hebben gemaakt, jegens hen voor vergoeding in aanmerking komt. De Hoge Raad heeft aldus met zijn beslissing in de Vie d’Or-zaak een belangrijke bijdrage geleverd aan het soepel afwikkelen van collectieve claims.²⁷⁹

Het oordeel van de Hoge Raad is ook van belang indien een belangenorganisatie optreedt ten behoeve van beleggers die schade hebben geleden door misleidende berichtgeving op de effectenmarkt. Bij de beantwoording van de vraag of de berichtgeving misleidend en dus onrechtmatig was, kan een deskundigenrapport bijvoorbeeld zeer waardevol zijn. De belangenorganisatie zou vergoeding van de kosten van het deskundigenrapport kunnen vorderen op grond van art. 6:96 lid 2 aanhef en onder b BW.

d. Volmacht, lastgeving en cessie

Belangenorganisaties kunnen voor beleggers schadevergoeding vorderen op grond van: (i) een procesvolmacht, (ii) een ‘cessie’ ter incasso, (iii) een cessie.²⁸⁰ Bij de

²⁷⁹ Zie ook Van Dam in zijn noot bij HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 529.

²⁸⁰ Volgens Lemstra 2009, p. 51 zullen belangenorganisaties in omvangrijke massaschadezaken niet snel procederen op basis van volmachten of een cessie ter incasso. Behalve de hoge kosten en de →

procesvolmacht geeft de benadeelde belegger aan de belangenorganisatie de bevoegdheid om in zijn naam een rechtsvordering in te stellen. De belangenorganisatie treedt dan in de procedure op als vertegenwoordiger van de belegger. Bij de ‘cessie’ ter incasso geeft de belegger aan de organisatie de last een vordering in eigen naam te innen. Als gevolg van de last kan de organisatie ook op eigen naam in rechte optreden.²⁸¹ Gedupeerde beleggers kunnen ten slotte hun vordering overdragen (cederen) aan de belangenorganisatie.²⁸²

2.7.2 Collectieve schikkingen (*Wet collectieve afwikkeling massaschade*)

a. Inleiding

Op 27 juli 2005 is de Wet collectieve afwikkeling massaschade (Wcam)²⁸³ in werking getreden.^{284, 285} In het Burgerlijk Wetboek zijn de art. 7:907-910 BW ingevoegd bij de bepalingen omtrent de vaststellingsovereenkomst en in het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering is Titel 14 toegevoegd voor de rechtspleging in zaken betreffende de verbindendverklaring van overeenkomsten strekkende tot collectieve schadeafwikkeling (art. 1013-1018). De Wcam beoogt kort gezegd het collectief afwikkelen van massaschade te faciliteren doordat een (schikkings) overeenkomst door de rechter verbindend kan worden verklaard voor alle slachtoffers (in casu: beleggers), waarbij een belegger die niet gebonden wil zijn overigens de mogelijkheid heeft om ‘uit te stappen’. Inmiddels is in het Nederlandse recht enige ervaring opgedaan met de Wcam, bijvoorbeeld in de DES-zaak²⁸⁶, de Dexia-zaak²⁸⁷, de Vie d’Or-zaak²⁸⁸, de Shell-zaak²⁸⁹ en de Vedior-zaak²⁹⁰. Voor het onderhavige onderzoek zijn vooral de Shell- en Vedior-zaak van belang, waarin aan beleggers op grond van een schikkingsovereenkomst een vergoeding wordt

complexe logistieke aspecten die verbonden zijn aan het procederen namens duizenden volmachtgevers of cedenten, kunnen dergelijke procedures tot uitvoering verweren aanleiding geven waarover dan mogelijk in drie instanties moet worden geprocedeerd. Zie ook Tzankova & Van Doorn 2009, p. 106 e.v.

281 Zie hierover Cornegoor 2009, p. 31.

282 Zie Cornegoor 2009, p. 30–31.

283 Wet van 23 juni 2005, Stb. 2005, 340 tot wijziging van het Burgerlijk Wetboek en van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering teneinde de collectieve afwikkeling van massaschades te vergemakkelijken.

284 Stb. 2005, 380.

285 Zie over deze wet onder meer Van Mierlo 2005, Leijten 2005, p. 498–506; Krans 2005, p. 2–13; Croiset Van Uchelen 2004, p. 129–160; Croiset Van Uchelen 2005, p. 321–329; Snijders, Klaassen & Meijer 2007, nr. 361a.

286 Hof Amsterdam 1 juni 2006, NJ 2006, 461.

287 Hof Amsterdam 25 januari 2007, NJ 2007, 427; JOR 2007/71 m.nt. A.F.J.A. Leijten.

288 Hof Amsterdam 29 april 2009, JOR 2009/196 m.nt. A.F.J.A. Leijten onder JOR 2009/197.

289 Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten; Ondernemingsrecht 2009, p. 465–472 met commentaar B.J. de Jong.

290 Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls; Ondernemingsrecht 2009, p. 700–704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior).

toegekend wegens vermeende misleiding van het beleggende publiek. Aangezien in de literatuur reeds verschillende bijdragen zijn verschenen over de Wcam zal deze wet hieronder slechts bondig worden besproken, en bovendien worden toegespitst op schadevergoedingsacties van beleggers wegens misleidende berichtgeving door uitgevende instellingen.

b. De totstandkoming van de overeenkomst

De Wcam vooronderstelt het bestaan van een (schikkings)overeenkomst tussen (i) een of meer aansprakelijk gestelde partijen en (ii) een stichting of vereniging met volledige rechtsbevoegdheid die krachtens haar statuten de belangen behartigt van de personen aan wie de schade is veroorzaakt (hierna: de belangenorganisatie)²⁹¹, zie art. 7:907 lid 1 BW. De Wcam regelt niet hoe zulk een overeenkomst tot stand komt; de aansprakelijk gestelde partijen kunnen niet op grond van de Wcam door de belangenorganisatie worden gedwongen tot het onderhandelen of aangaan van bedoelde overeenkomst. In de Memorie van Antwoord wordt opgemerkt dat het van de complexiteit van de zaak en de daarop betrekking hebbende rechtsvragen zal afhangen of verwacht mag worden dat een overeenkomst spoedig tot stand zal komen.²⁹² Vervolgens worden enkele mechanismen besproken die ertoe kunnen leiden dat het voor de schadeveroorzaker toch aantrekkelijk kan zijn om een collectieve regeling te treffen. Indien onduidelijkheid bestaat over de beantwoording van enkele wezenlijke rechtsvragen, kan volgens de Memorie van Antwoord in een collectieve actie (art. 3:305a BW) aan de rechter gevraagd worden om hieromtrent een verklaring voor recht uit te spreken.²⁹³ Daarbij kan dan tevens een aantal representatieve proefpersonen als mede-eisers optreden (in eigen naam of via lastgeving/cessie ter incasso door de belangenorganisatie) en daarbij schadevergoeding in geld vorderen. Ook een geslaagd enquêteverzoek kan dienen als mogelijke stok achter de deur.²⁹⁴

c. Voorwaarden voor verbindendverklaring

Een overeenkomst strekkende tot vergoeding van schade die is veroorzaakt door een gebeurtenis of gelijksoortige gebeurtenissen, gesloten door de bedoelde belangenorganisatie met één of meer andere partijen die zich bij deze overeenkomst hebben verbonden tot vergoeding van deze schade, kan door de rechter²⁹⁵ op gezamenlijk verzoek van deze contractspartijen verbindend worden verklaard voor personen aan wie de schade is veroorzaakt (in casu: beleggers), aldus art. 7:907 lid 1 BW. Onder personen aan wie de schade is veroorzaakt worden mede begrepen personen die een

291 Pensioenfondsen zoals ABP en PGGM vallen hier niet onder, zie Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten (Shell), r.o. 6.3 en 6.4.

292 *Kamerstukken I* 2004/05, 29 414, nr. C, p. 1.

293 *Kamerstukken I* 2004/05, 29 414, nr. C, p. 1–2.

294 Zie bijv. Leijten 2005, p. 500.

295 Het gerechtshof in Amsterdam is bij uitsluiting bevoegd tot kennisneming van het verzoek (art. 1013 lid 2 Rv).

vordering ter zake van deze schade onder algemene of bijzondere titel hebben verkregen.

Aan het verzoekschrift²⁹⁶ wordt de overeenkomst als bijlage toegevoegd (art. 1013 lid 2 Rv). In art. 7:907 lid 2 BW wordt bepaald welke gegevens de overeenkomst in ieder geval dient te bevatten. Toegespitst op het onderhavige onderzoek gaat het om een omschrijving van de groep dan wel groepen beleggers ten behoeve van wie de overeenkomst is gesloten, naar gelang van de aard en de ernst van hun schade (sub a); een zo nauwkeurig mogelijke aanduiding van het aantal beleggers dat tot deze groep of groepen behoort (sub b); de vergoeding die aan deze beleggers wordt toegekend (sub c); de voorwaarden waaraan deze beleggers moeten voldoen om voor die vergoeding in aanmerking te komen (sub d); de wijze waarop de vergoeding wordt vastgesteld en kan worden verkregen (sub e); en de naam en de woonplaats van degene aan wie de 'opt out'-verklaring als bedoeld in art. 7:908 lid 2 en 3 BW kan worden gedaan (sub f). De wet voorziet door middel van de gegevens zoals vereist in de onderdelen a, c en d in de mogelijkheid van afwikkeling aan de hand van schadecategorieën (*damage scheduling*), waarbij aan de hand van een aantal factoren wordt bepaald binnen welke categorie een gelaedeerde valt, en hij een daarmee corresponderende schadevergoeding verkrijgt.²⁹⁷ Een belegger hoeft dan nog slechts aan te tonen welke factoren op hem van toepassing zijn, waarmee de noodzaak vervalt om allerlei individuele vragen te beantwoorden. *Damage scheduling* zal in geval van beleggingsschade vaak van pas komen, omdat de omvang van de schade afhankelijk zal zijn van het moment waarop effecten zijn ge- of verkocht in de periode dat er sprake was van een onzuivere koers, en voorts verschillende typen beleggers kunnen worden onderscheiden (bijvoorbeeld houders van verschillende typen effecten). In § 6.4.3 kom ik hierop terug.

De rechter wijst het verzoek tot verbindendverklaring af indien zich een van de gevallen van art. 7:907 lid 3 BW voordoet.²⁹⁸ De belangrijkste hiervan voor het onderhavige onderzoek is dat de hoogte van de toegekende vergoedingen niet redelijk is, mede gelet op de omvang van de schade, de eenvoud en snelheid waarmee de vergoedingen verkregen kunnen worden en de mogelijke oorzaken van de schade (art. 7:907 lid 3 onder b BW). De rechter moet beoordelen of de vergoeding redelijk is, wat vooronderstelt dat hij een inschatting kan maken van de omvang van de geleden schade die het gevolg is van de misleidende voorstelling van zaken. Dit is echter geen eenvoudige opgave in geval van schade door misleiding op de effectenmarkt, waardoor de beoordeling van de redelijkheid van de vergoeding wordt bemoeilijkt.

Vermelding verdient voorts de afwijzingsgrond dat de belangenorganisatie niet voldoende representatief is ter zake van de belangen van degenen ten behoeve van

²⁹⁶ Zie art. 1013 lid 1 Rv voor eisen die gesteld worden aan de inhoud van het verzoekschrift.

²⁹⁷ *Kamerstukken II* 2003/04, 29 414, nr. 3, p. 11–12.

²⁹⁸ Alvorens te beslissen op het verzoek kan de rechter partijen overigens de gelegenheid geven de overeenkomst aan te vullen of te wijzigen (art. 7:907 lid 4 BW).

wie de overeenkomst is gesloten (art. 7:907 lid 1 onder f BW).²⁹⁹ Beleggingsschade zal vaak een grensoverschrijdende dimensie hebben, waardoor de representativiteit van de belangenorganisatie een extra aandachtspunt vormt.³⁰⁰ Een door een Nederlandse belangenorganisatie gesloten overeenkomst zal volgens de Memorie van Toelichting doorgaans alleen betrekking kunnen hebben op Nederlandse benadeelden, omdat doorgaans niet te verwachten is dat deze organisatie voldoende representatief kan worden geacht voor buitenlandse benadeelden.³⁰¹ In de Shell-zaak en de Vedior-zaak oordeelde het hof evenwel dat de belangenorganisaties in kwestie gezamenlijk voldoende representatief waren voor buitenlandse beleggers. Daarbij speelde mee dat buitenlandse beleggers(organisaties) zich via een participatieovereenkomst als ‘deelnemers’ bij de desbetreffende stichtingen konden aansluiten en hadden aangesloten of een steunverklaring ten gunste van de schikkings-overeenkomst hadden uitgesproken.³⁰²

d. Gevolg verbindendverklaring en opt-out-mogelijkheid

Op grond van art. 7:908 lid 1 BW heeft het verzoek tot verbindendverklaring zodra het onherroepelijk is toegewezen tussen partijen en de gerechtigden tot een vergoeding de gevolgen van een vaststellingsovereenkomst waarbij ieder der gerechtigden als partij geldt. Toegespijst op het onderhavige onderzoek houdt dit in dat iedere benadeelde belegger aan wie een vergoeding wordt toegekend in beginsel gebonden is. Art. 7:908 lid 2 BW voorziet in een ‘opt-out’-mogelijkheid: de verbindendverklaring heeft geen gevolg ten aanzien van een gerechtigde tot een vergoeding die binnen een door de rechter te bepalen termijn van ten minste drie maanden na de in art. 1017 lid 3 Rv bedoelde aankondiging van de beschikking door een schriftelijke mededeling heeft laten weten niet gebonden te willen zijn.³⁰³ Deze mededeling moet worden gericht aan de in art. 7:907 lid 2 onder f BW bedoelde persoon. Uit de rechtspraak blijkt dat aan de inhoud van de opt-out verklaring geen hoge eisen (mogen) worden gesteld. Een simpele schriftelijke verklaring dat men niet gebonden wenst te zijn, volstaat. Niet

299 In Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 (Shell), r.o. 6.22 werd overwogen dat als meer dan één belangenorganisatie de overeenkomst heeft gesloten, het gaat om de vraag of de belangenorganisaties *tezamen* voldoende representatief zijn, mits elk van hen voldoende representatief is voor een voldoende omvangrijk deel daarvan. Niet erg helder is waaraan het hof deze laatste voorwaarde ontleent.

300 Zie hierover ook Poot 2006, p. 187–190.

301 *Kamerstukken II* 2003–04, 29 414, nr. 3, p. 15–16.

302 Zie Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 (Shell), r.o. 6.24 en 6.25; Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls; Ondernemingsrecht 2009, p. 700–704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior), r.o. 4.21. Naar aanleiding van het oordeel van het hof kan de vraag worden gesteld of het vinden van zulke ‘deelnemers’ of steunverklaringen een noodzakelijke voorwaarde is voor representativiteit, of dat het een voldoende voorwaarde is. Ik sluit niet uit dat er inmiddels de facto sprake is van een noodzakelijke voorwaarde, aangezien het relatief eenvoudig lijkt om deelnemers te vinden of steunverklaringen te verzamelen.

303 In art. 7:908 lid 3 BW zijn enkele regels opgenomen voor gerechtigden die bij de in het tweede lid bedoelde aankondiging niet met hun schade bekend konden zijn.

geoorloofd is de eis dat de belegger bij zijn opt-out verklaring tevens de omvang van zijn claim opgeeft (door middel van bankafschriften, bankverklaringen of andere bewijsmiddelen).³⁰⁴

e. Grensoverschrijdende beleggingsschade

Indien een uitgevende instelling het beleggende publiek misleidt, zal er door het internationaal verspreide aandelenbezit en mogelijke noteringen in verschillende landen veelal sprake zijn van grensoverschrijdende massaschade. Aspecten van internationaal privaatrecht spelen een rol indien de verbindend verklaarde overeenkomst ook voorziet in schadevergoeding aan buitenlandse beleggers.

In de Nota naar aanleiding van het verslag merkt de minister op dat een overeenkomst doorgaans beperkt zal zijn tot Nederlandse benadeelden, omdat in de meeste gevallen niet te verwachten is dat een belangenorganisatie in de zin van art. 7:907 lid 1 BW voldoende representatief kan worden geacht voor buitenlandse benadeelden.³⁰⁵ Bovendien staan volgens de minister verschillen in aansprakelijkheids- en schadevergoedingsrecht, alsmede de verschillen in de stelsels van sociale zekerheid in veel gevallen een collectieve afwikkeling in de weg waarbij ook buitenlandse benadeelden betrokken worden. Deze laatste belemmeringen gelden zijns inziens wellicht in mindere mate in ondernemingsrechtelijke geschillen, zoals massaschades naar aanleiding van boekhoudaffaires. In die gevallen is het eerder denkbaar dat een (verbindend verklaarde) overeenkomst ook vergoedingen toekent aan buitenlandse benadeelden.³⁰⁶ In de Shell-zaak³⁰⁷ en de Vedior-zaak³⁰⁸ heeft het hof Amsterdam inderdaad een overeenkomst verbindend verklaard waarin ook aan buitenlandse benadeelden vergoedingen worden toegekend. Het hof oordeelde dat de belangenorganisaties voldoende representatief waren, ook voor buitenlandse benadeelden.

Indien in de overeenkomst vergoedingen worden toegekend aan buitenlandse beleggers, rijzen bij verbindendverklaring verschillende vragen omtrent de rechtsmacht van de Nederlandse rechter, het toepasselijke recht en de erkenning en tenuitvoerlegging.³⁰⁹ Ik beperk mij gelet op het doel van het onderhavige onderzoek tot de vraag hoe de Nederlandse rechter de redelijkheid van de hoogte van een

304 Zie Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten (Shell), r.o. 6.35; Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls (Vedior), r.o. 4.19. Zie hierover in kritische zin Croiset van Uchelen 2004, p. 137–138 en Pijls in zijn noot bij de Vedior-zaak. Zij pleiten voor aanpassing van de wet.

305 In kritische zin hierover: Poot 2006, p. 187–190.

306 Zie *Kamerstukken II* 2003/04, 29 414, nr. 7, p. 3–4.

307 Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten; Ondernemingsrecht 2009, p. 465–472 met commentaar B.J. de Jong (Shell).

308 Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls; Ondernemingsrecht 2009, p. 700–704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior).

309 Zie hierover bijvoorbeeld Croiset van Uchelen 2004, p. 152–160; Poot 2006, p. 169–202; Polak 2006; Leijten 2005, p. 505–506. Zie voor ipr-kwesties bij prospectusaansprakelijkheid Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 97–109.

vergoeding (art. 7:907 lid 3 onder b BW) aan buitenlandse benadeelden moet beoordelen.³¹⁰ Polak heeft verdedigd dat deze dient te worden beoordeeld aan de hand van het recht dat de onderliggende aansprakelijkheidsverhouding beheerst.³¹¹ Het recht dat de collectieve regeling beheerst, kan volgens hem niet afdoen aan de rechten van benadeelden die daarbij niet rechtstreeks en vrijwillig partij zijn. Vraagstukken van causaal verband en schadebegroting zouden in dat geval dus onder omstandigheden ook naar vreemd recht dienen te worden beoordeeld.³¹²

Bovenstaande problematiek speelt bijvoorbeeld in de Shell-zaak, waarbij het ging om koersdalingen van het aandeel Shell nadat bekend werd dat Shell meer olie- en gasreserves in de boeken had staan dan was toegestaan. In de schikkingsovereenkomst wordt een vergoeding toegekend aan beleggers die buiten de Verenigde Staten verbleven of woonachtig waren én gedurende de relevante periode aandelen Shell hebben gekocht op de beurzen van Amsterdam, Londen, Oostenrijk, België, Frankrijk, Duitsland, Luxemburg en Zwitserland. Volgens de partijen die het verzoek tot verbindendverklaring hebben ingediend, zijn de gestelde foutieve en misleidende gegevens opgesteld in de hoofdkantoren van Shell in Den Haag (en Londen), en zijn ook van daaruit gepubliceerd. Het hof Amsterdam gaat in zijn beschikking tot verbindendverklaring echter niet in op de vraag naar het toepasselijke recht bij de beoordeling van de redelijkheid van de vergoeding. Bij zijn oordeel dat de vergoeding niet onredelijk is, acht het hof wel mede van belang dat de vergoeding ruim bemeten is ten opzichte van en in ieder geval vergelijkbaar is met vergoedingen die zijn overeengekomen in vergelijkbare zaken in de Verenigde Staten.³¹³

310 Aangenomen dat de Nederlandse rechter rechtsmacht heeft om een overeenkomst verbindend te verklaren ten opzichte van buiten Nederland wonende beleggers, waarover Croiset van Uchelen, p. 154–155.

311 Polak, 2006, p. 2353. De rechter zou gebruik kunnen maken van de bevoegdheid om een deskundige te benoemen (art. 1016 Rv).

312 Voor de bepaling van het toepasselijke recht is dan van belang de Rome II-verordening (Verordening (EG) nr. 864/2007 betreffende het recht dat van toepassing is op niet-contractuele verbintenissen (*PbEU* L 199/40 van 31 juli 2007)). Zie daarover het themanummer WPNR 2008/6780, en voor het toepasselijke recht op een onrechtmatige daad in het bijzonder de bijdrage van Strikwerda, p. 993–997.

313 Het hof voert verder aan dat de schikkingsovereenkomst brede steun heeft gekregen, uit kringen van personen die kunnen worden geacht schade te hebben geleden, en dat het hierbij gaat om ter zake kundig en goed ingelicht te beschouwen belanghebbenden (institutionele beleggers en organisaties die voor de belangen van beleggers opkomen). Voorts kan volgens het hof niet worden gezegd dat het stelsel van vergoedingen waarin de schikkingsovereenkomst voorziet, niet redelijk is, indien acht wordt geslagen op de onzekerheid van de uitkomst van eventuele rechtsgedingen tegen Shell van personen ten behoeve van wie de schikkingsovereenkomst is gesloten, de kosten die voor deze personen met het voeren van dergelijke gedingen zouden zijn gemoeid, en de belangen van bedoelde personen bij het beëindigen van die onzekerheid en het voorkomen van die kosten. Bij dit oordeel is mede van belang dat buiten de Verenigde Staten geen rechtsgedingen tegen Shell aanhangig zijn gemaakt.

2.7.3 Naar een regeling van collectief schadeverhaal?

Op het terrein van de collectieve afwikkeling van massaschade zijn diverse ontwikkelingen gaande, zowel op nationaal als Europees niveau. Algemeen wordt de noodzaak ingezien om een efficiënte en effectieve collectieve afwikkeling te faciliteren. De tendens van collectivering in het procesrecht sluit aan op een bredere ontwikkeling van collectivering van het privaatrecht.

Op Europees niveau wordt zowel voor het consumentenrecht als het mededingingsrecht onderzoek gedaan naar de mogelijkheden voor Europese regelgeving voor de afwikkeling van grensoverschrijdende massavorderingen. De Europese commissaris Kunvea heeft een groenboek gepubliceerd waarin verschillende opties worden aangegeven om consumenten effectieve collectief-verhaalsmogelijkheden te verstrekken.³¹⁴ Voorts is voor het mededingingsrecht een witboek gepubliceerd waarin maatregelen en beleidskeuzen worden voorgesteld om schade als gevolg van schending van communautaire mededingingsregels collectief te verhalen.³¹⁵

Op nationaal niveau wordt in het eindrapport Fundamentele herbezinning Nederlands procesrecht de mogelijkheid van collectief schadeverhaal ondersteund.³¹⁶ Tevens wordt de Wet collectieve afwikkeling massaschade momenteel geëvalueerd. Uit de evaluatie van de Wcam is een aantal bevindingen naar voren gekomen.³¹⁷ In de eerste plaats wordt geconstateerd dat de Wcam voorziet in de behoefte aan een efficiënte en effectieve methode om massaschade collectief af te wikkelen. Als de onderhandelingsbereidheid echter ontbreekt, voorziet deze wet niet in een oplossing. Ten tweede is de Wcam breed inzetbaar, hoewel dit niet altijd goed tot uitdrukking komt in de terminologie van de regeling. In de derde plaats is de samenloop van individuele procedures en de behandeling van een verzoek tot verbindendverklaring van een schikking van invloed op het succes van een Wcam-schikking. Gelet op de evaluatie overweegt de minister van Justitie de invoering van de mogelijkheid tot het houden van een preprocessuele comparitie en het stellen van prejudiciële vragen aan de Hoge Raad. Daarnaast is hij voornemens de schorsingsregeling (art. 1015 Rv) en de terminologie van de Wcam aan te passen. Inmiddels is ter uitvoering van deze voornemens een voorontwerp gepubliceerd van het Wetsvoorstel prejudiciële beslissing Hoge Raad.³¹⁸ Kort gezegd kan de rechter op grond van het voorontwerp in de procedure op verzoek van een partij of ambtshalve de Hoge Raad een rechtsvraag stellen ter beantwoording bij wijze van prejudiciële beslissing. Voorwaarde is dat een antwoord op deze vraag nodig is om op de eis of het verzoek te beslissen en rechtstreeks van belang is voor een veelheid aan

314 Groenboek over collectief schadeverhaal voor consumenten, COM(2008) 794 definitief. Zie: http://ec.europa.eu/consumers/redress_cons/collective_redress_en.htm.

315 Witboek betreffende schadevergoedingsacties wegens schending van communautaire mededingingsregels, COM(2008) 165 def.

316 Asser, Groen & Vranken 2006.

317 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 762, nr. 1, p. 3–5.

318 Zie www.internetconsultatie.nl; Frenk & Wolfram-van Doorn 2009; Tjittes & Meijer 2009.

vorderingsrechten die gegrond zijn op dezelfde of soortgelijke feiten en uit dezelfde of soortgelijke samenhangende oorzaken voortkomen (art. 392 lid 1 Rv (ontwerp)). Feitelijke vragen kunnen niet door middel van een prejudiciële procedure worden beantwoord.³¹⁹ Zo zal de vraag of een prospectus of ander informatiedocument in een concreet geval misleidend was voor de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger zich niet goed lenen voor een prejudiciële vraag.

In de parlementaire stukken over de evaluatie van de Wcam lijkt de minister van Justitie terughoudend om een collectieve actie tot schadevergoeding mogelijk te maken.³²⁰ Een vordering tot schadevergoeding in geld leent zich volgens de minister niet goed om behandeld te worden in een collectieve actie. Er zouden zich immers allerlei juridische vragen voordoen naar causaliteit, eigen schuld en de omvang van de schade die per individuele benadeelde aan de hand van de op hem betrekking hebbende specifieke omstandigheden moeten worden beantwoord. Indien een collectieve vordering tot schadevergoeding in geld zou worden ingesteld, zou de rechter daarom op enig moment alsnog alle individuele benadeelden afzonderlijk in de procedure moeten oproepen. Uit het proefschrift van Tzankova³²¹ en ook uit ander (rechtsvergelijkend) onderzoek naar de buitenlandse rechtssystemen waarin collectief schadeverhaal wel mogelijk is, blijkt volgens de minister dat juist dit element van een collectieve schadevergoedingsactie leidt tot lange, ingewikkelde en onvoorspelbare procedures. Bij de vormgeving van de Wcam was het doel een mechanisme te introduceren dat zou bijdragen aan de afwikkeling van massaschade in een meer harmonieuze sfeer. Daartoe is gezocht naar een balans tussen enerzijds het creëren van voldoende prikkels voor met name de aangesproken partij om onderhandelingen aan te gaan, en anderzijds het voorkomen van een claimcultuur en verschijnselen als *blackmail settlements*. Gelet hierop wil de minister primair inzetten op de collectieve schikking als afwikkelingsmechanisme en de inspanning te richten op het beter faciliteren van het onderhandelingsproces en het introduceren van een prejudiciële procedure.³²² Wel toont de minister zich bereid samen met het ministerie van Economische Zaken naast de genoemde maatregelen ook andere mechanismen om massaschades en massavorderingen zo goed en zo snel mogelijk af te wikkelen, te bestuderen. Daarbij zullen de eventuele voorstellen van de Europese commissarissen mededingingsrecht en consumentenrecht als uitgangspunt dienen. Ook zullen alternatieven worden bestudeerd, zoals een collectief actierecht waarbij veroordeling kan worden gevorderd tot individuele schadevergoeding, op te maken bij staat.³²³

319 Zie nr. 5 van het algemeen deel van de ontwerp-toelichting.

320 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 762, nr. 1, p. 2–3; nr. 2, p. 16–17.

321 Tzankova 2007.

322 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 762, nr. 2, p. 17.

323 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 762, nr. 1, p. 7.

Hoofdstuk 3

INTRODUCTIE AMERIKAANS AANSPRAKELIJKHEIDSRECHT

3.1 Informatieverschaffing aan de effectenmarkt

In de Verenigde Staten is het effectenrecht grotendeels vormgegeven op federaal niveau. De kern van deze regelgeving is dat beleggers moeten worden beschermd en de integriteit van effectenmarkten moet worden gehandhaafd. De regelgeving is in hoge mate verplichtend en gedetailleerd.

De initiële informatieplicht is geregeld in de Securities Act 1933.¹ Het doel van de Securities Act is tweeledig. In de eerste plaats beoogt de wet het beleggende publiek te voorzien van alle materiële feiten met betrekking tot de aan het publiek aan te bieden effecten en de uitgevende instelling die effecten aanbiedt, welke noodzakelijk zijn om hen in staat te stellen weloverwogen beslissing te nemen om al dan niet in de aangeboden effecten te beleggen. Daarnaast wil de wet misleiding van het beleggende publiek voorkomen bij het publiek aanbieden en uitgeven of verkopen van effecten. De kernbepaling uit de Securities Act is section 5, op grond waarvan het voor een ieder verboden is om: (i) effecten bij uitgifte of al uitgegeven effecten publiek aan te bieden, tenzij een 'registration statement'² is gedeponneerd bij de SEC; (ii) effecten bij uitgifte of al uitgegeven effecten die het onderwerp vormen van een gedeponneerd registration statement aan te bieden op grond van een prospectus of andere schriftelijke informatie, tenzij het prospectus (als onderdeel van het registration statement) aan bepaalde technisch inhoudelijke eisen voldoet; en (iii) effecten uit te geven of te verkopen, tenzij die effecten het onderwerp vormen van een van kracht verklaard 'registration statement' en voorafgaand aan of tegelijkertijd met de uitgifte of het leveren van de effecten het prospectus wordt overgelegd. Ik zal hier niet ingaan op de gedetailleerde inhoudelijke eisen waaraan een registration statement of prospectus moet voldoen.³

1 Zie uitvoeriger Nederveen 2006. De wet kwam tot stand na de misstanden die in 1929 op de effectenmarkten hadden plaatsgevonden.

2 Het is verboden zonder zulk een registration statement effecten aan te bieden. Zie s.5 Securities Act 1933. In s.2 Securities Act 1933 is een definitie van het registration statement opgenomen waarin wordt verwezen naar het document van s.6 Securities Act 1933. Uit s. 6 blijkt dat het gaat om het document waarmee effecten bij de SEC worden geregistreerd: "Any security may be registered with the Commission under the terms and conditions hereinafter provided, by filing a registration statement in triplicate (...)".

3 Zie hierover uitvoeriger Nederveen 2006.

Vennootschappen met een beursnotering dienen verder te voldoen aan uitgebreide periodieke informatieverplichtingen op basis van de Securities Exchange Act 1934. Periodieke verslagen dienen te worden gedeponereerd via door de SEC voorgeschreven formulieren. De stukken zijn openbaar en via de website van de SEC op te vragen.⁴ Amerikaanse beursvennootschappen dienen kort gezegd jaarverslagen en kwartaalverslagen te deponeren. Bovendien moeten zij door het jaar heen verslag doen van bepaalde belangrijke gebeurtenissen. Buitenlandse vennootschappen dienen jaarverslagen te deponeren, maar worden niet gedwongen om kwartaalverslagen te deponeren. Wel moeten zij op een formulier informatie deponeren die zij op grond van hun nationale recht of beursregels openbaar maken.

Als reactie op enkele grote boekhoudschandalen heeft het congres in 2002 de Sarbanes-Oxley Act (SOx) vastgesteld met verschillende hervormingen om het functioneren van de effectenmarkt te verbeteren. Voor het onderhavige onderzoek is het van belang te wijzen op de zogenaamde 302- en 906-certificaten.⁵ Section 302 SOx en de daarop gebaseerde regelgeving van de SEC schrijven voor dat de “*principal executive officer*” en de “*principal financial officer*” (of personen die gelijksoortige functies vervullen) in ieder jaarverslag of kwartaalverslag een verklaring afleggen. Deze verklaring moet inhouden dat de ondertekenende officer het verslag heeft doorgenomen en beoordeeld (*reviewed*) en dat naar zijn wetenschap het verslag kort gezegd niet misleidend is per en over de periode waarop het verslag betrekking heeft. Tevens moet de verklaring inhouden dat naar zijn wetenschap de financiële verslagen en andere financiële informatie in het verslag de financiële positie en resultaten van de vennootschap per de verslagdatum en gedurende de periodes waarop het verslag ziet in alle materiële aspecten getrouw weergeven. Ten slotte dient de verklaring in te gaan op de interne risicobeheersing en controle. De SOx heeft voorts een strafbepaling ingevoerd, s. 906 SOx, op grond waarvan ieder periodiek financieel verslag een verklaring van de CEO en CFO moet bevatten waarin wordt gecertificeerd dat het verslag volledig in overeenstemming is met de vereisten van de relevante bepalingen uit de Securities Exchange Act en dat de informatie in het verslag in alle materiële aspecten de financiële conditie en resultaten van de activiteiten van de uitgevende instelling weergeeft.

Het Amerikaanse federale effectenrecht kent anders dan het Nederlandse recht geen verplichting voor uitgevende instellingen om koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren. Het gat in de informatieverschaffing wordt tot op zekere hoogte opgevangen door de verplichting om kwartaalverslagen te deponeren en door strenge toepassing van het verbod op misleidende, in de zin van onvolledige berichtgeving.⁶

4 Zie www.sec.gov.

5 Zie hierover uitvoeriger Strik 2009a, p. 130 e.v.

6 Het onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie is wel ‘best practice’ op grond van de Listed Company Manual van de NYSE. In de literatuur gaan ook pleidooien op om over te gaan tot *real time* disclosure. Zie bijv. Prohs 2002, p. 481–497.

Vorderingen tot verkrijging van schadevergoeding wegens misleidende verslaggeving worden in de Verenigde Staten veelal gebaseerd op het federale effectenrecht. De aansprakelijkheidsgrondslagen die in de federale effectenregelgeving vervat zijn, worden in dit hoofdstuk met het oog op de in de volgende hoofdstukken uit te voeren rechtsvergelijking kort besproken. De vereisten voor aansprakelijkheid zijn afgeleid van de vereisten voor *common law fraud*. Ik begin met de bijzondere aansprakelijkheid wegens een misleidend registration statement of prospectus op grond van de Securities Act 1933. Vervolgens zal ik ingaan op de algemene aansprakelijkheid voor misleidende berichtgeving op grond van de Securities Exchange Act 1934 en de daarop gebaseerde regelgeving van de SEC.

3.2 De bijzondere aansprakelijkheid wegens een misleidend registration statement of prospectus (Securities Act 1933)

3.2.1 Inleiding

De belangrijkste aansprakelijkheidsbepalingen voor het onderhavige onderzoek zijn s.11 en s.12(a)(2) van de Securities Act 1933. De eerste bepaling ziet op aansprakelijkheid voor een misleidende mededeling of een omissie in de *registration statement* bij het aanbieden van effecten. De tweede bepaling ziet op aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus. Veelal zal het prospectus zijn opgenomen in het registration statement.

3.2.2 Misleidend registration statement (s.11 Securities Act 1933)

a. Elementen aansprakelijkheidsclaim

In s.11(a) van de Securities Act 1933 wordt onder meer bepaald:

In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may (...) sue:

1. every person who signed the registration statement;
2. every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted;
3. every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner; every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having

- prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;
4. every underwriter with respect to such security.

Een belegger die effecten koopt, terwijl de *registration statement* misleidend is, kan dus de genoemde vier categorieën van (rechts)personen aanspreken.

Een registration statement is misleidend als er sprake is van een misleidende mededeling of omissie ten aanzien van een *material fact*. De wet definieert niet wat onder een material fact moet worden verstaan. Volgens de Supreme Court is informatie *material* indien:

“there is a substantial likelihood that the disclosure (...) would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available.”⁷

In de zaak *Basic v. Levinson*⁸ werd door de Supreme Court over materiality nog opgemerkt:

“As we clarify today, materiality depends on the significance the reasonable investor would place on the withheld or misrepresented information.”

In s.11(a) is een verscherping aangebracht ten aanzien van de claim van een belegger die eerst na verloop van een langere tijdsperiode de effecten kocht:

“If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person.”

Uit deze bepaling blijkt dus dat de belegger moet zijn afgegaan op de misleidende mededeling in de registration statement, dan wel moet hebben vertrouwd op de registration statement in geval van een omissie. Niet vereist is echter dat de belegger bewijst dat hij de registration statement zelf heeft gelezen (zie hierna ook § 4.5.2.f).

7 TSC Industries, Inc. v. Northway, 426 U.S. 438 (1976). In *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) werd deze definitie ook uitdrukkelijk aangenomen voor claims op basis van SEC-regel 10b-5. Zie uitgebreider over materiality Choi & Pritchard 2005, hoofdstuk 2; Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.9; Kaufman, 26A Sec. Lit. Damages § 18:1-4.

8 485 U.S. 224 (1988).

Een beroep op s.11 kan uitsluitend worden gedaan indien de aankoop kan worden herleid (*traced*) tot de misleidende registration statement. Beleggers die in de directe *aftermarket* kochten, kunnen nog een beroep doen op s.11.⁹ Wel rust op hen de bewijslast om aan te tonen dat de desbetreffende effecten kunnen worden herleid tot de uitgifte waarbij gebruik werd gemaakt van een misleidend registration statement.¹⁰ Indien er geen sprake is van een *initial public offering*, maar van een *secondary offering*, betekent de *tracing*-eis praktisch gezien dat als beleggers hebben gekocht op de secundaire open markt, het lastig is om aan te tonen dat de gekochte effecten ‘nieuwe’ stukken zijn.¹¹

b. Verweren

De wet voorziet in een aantal mogelijkheden voor gedaagden om zich te verweren tegen aansprakelijkheid. Het in de praktijk belangrijkste verweermiddel is het zogenaamde *due diligence*-verweer van s.11(b)(3) Securities Act 1933.¹² De uitgevende instelling kan overigens geen beroep doen op dit verweer. De regeling is gecompliceerd en zal gelet op de doelstelling van het onderhavige onderzoek niet verder worden beschreven.¹³ Het systeem waarbij de in s.11(a) genoemde actoren aansprakelijk zijn behoudens een *due diligence*-verweer is voor hen belastender geworden als gevolg van de toegenomen snelheid waarmee emissies kunnen worden gedaan door gevestigde beursvennootschappen.¹⁴ Hierdoor is minder tijd beschikbaar voor een onderzoek naar de juistheid van de gegevens in de registration statement.

Verweerders kunnen voorts aanvoeren dat een claimende belegger kennis droeg van de misleiding (zie de formulering in s.11(a)). De belangrijkste toepassing hiervan is dat dit verweer wordt gevoerd nadat de emittent (of een andere partij) de misleiding door middel van een corrigerende mededeling publiekelijk bekend heeft gemaakt. Na bekendmaking en correctie van de misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap, kan het verweer worden gevoerd dat de gehele markt daarvan op de hoogte was c.q. had behoren te zijn. Aansprakelijkheid voor

9 Zie Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.6[2][D], met verwijzingen naar diverse rechterlijke uitspraken.

10 Zie bijv. *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155 (10th Cir. 2000) (“[W]e conclude that an aftermarket purchaser has standing to pursue a claim under section 11 so long as he can prove the securities he bought were those sold in an offering covered by the false registration statement.”), aangehaald in *DeMaria v. Andersen*, 318 F.3d 170, 178 (2d Cir. 2003).

11 Zie bijv. *In re Transkaryotic Therapies, Inc. Securities Litigation*, 319 F.Supp.2d 152 (D. Mass. 2004), waarin de vorderingen van beleggers op grond van een schending van s.11 werden afgewezen voor zover zij slechts aanvoerden dat de effecten op de open markt waren gekocht.

12 Aldus Choi & Pritchard 2005, p. 491.

13 Zie nader Nederveen 2006, p. 144–152.

14 Zie Fox 2009, p. 244–245. Effecten kunnen sneller op de markt worden gebracht als gevolg van de zogenaamde *company registration*. Een grote genoteerde emittent hoeft zich slechts eenmaal te registreren, en kan vervolgens volstaan met het periodiek verschaffen van informatie; effecten kunnen dan worden aangeboden en verkocht zonder dat zij zelf worden geregistreerd. De aanbieding moet nog wel worden geregistreerd.

aankopen na de corrigerende mededeling komt daarmee te vervallen (zie hierna ook § 4.5.2.f-g). Men zou ook kunnen zeggen dat de eerdere misleidende informatie niet langer material is, gezien de totale mix van beschikbare informatie.¹⁵ Dit verweer van *actual knowledge* geeft een krachtige prikkel aan schadeveroorzakers om een misleidende voorstelling van zaken zo spoedig mogelijk publiekelijk te corrigeren.

Ten slotte vermeld ik dat verweerders door middel van een klokkenluiders-regeling (s.11(b)(1)-(2)) aan aansprakelijkheid kunnen ontsnappen, en onder omstandigheden een beroep kunnen doen op verjaring.¹⁶

c. De rechtens vergoedbare schade

De Amerikaanse wetgever heeft de wijze van schadeberekening wettelijk vastgelegd, in een vrij complexe regeling.¹⁷ Voor vergoeding komt in aanmerking het verschil tussen enerzijds de aankoopprijs (die niet hoger mag zijn dan de prijs waarvoor de effecten werden aangeboden) en anderzijds de waarde van het effect op het moment dat de zaak aanhangig wordt gemaakt. Op deze regel bestaat in de eerste plaats de uitzondering dat indien de belegger zijn effect op dat moment reeds had verkocht, de vergoeding het verschil is tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs. Voorts geldt dat indien de belegger zijn effect(en) verkoopt na het aanhangig maken van een rechtszaak, maar vóórdat de rechter uitspraak heeft gedaan, rekening wordt gehouden met *waardestijgingen* ten opzichte van de waarde op het moment dat de zaak aanhangig werd gemaakt.¹⁸ Vergoed wordt in zulk een geval slechts het verschil tussen de aankoopprijs en de – hogere – verkoopprijs.

De verweerder wordt toegelaten tot het bewijs dat de koersdaling geheel of gedeeltelijk het gevolg was van andere oorzaken dan de misleiding in de registration statement. Indien dit bewijs slaagt, geldt dat dit gedeelte van de koersschade rechtens niet wordt vergoed.¹⁹ Bovendien bepaalt s.11(a) dat de aansprakelijkheid

¹⁵ Choi & Pritchard 2005, p. 490.

¹⁶ Volgens s. 13 van de Securities Act 1933 dient een vordering ex s.11 *binnen een jaar* te worden ingesteld nadat een belegger bekend wordt met de misleiding of daarmee redelijkerwijs bekend hadden kunnen worden. In geen geval kan een vordering worden ingesteld nadat *drie jaar* zijn verstreken nadat de effecten aan het beleggende publiek aangeboden werden.

¹⁷ Uitvoeriger hierover Hazen, 2 Law Sec. Reg., § 7.3[8]; Kaufman, 26 Sec. Lit. Damages, § 6:9.

¹⁸ *Waardedalingen* na het aanhangig maken van de vordering komen – uiteraard – niet voor vergoeding in aanmerking.

¹⁹ Blom 1996, p. 32–33 vermeldt dat dit causaliteitsverweer wordt uitgelegd in het voordeel van gedaagde, waarbij hij verwijst naar *Worlds of Wonder Sec. Lit.*, 814 F. Supp. 850 (N.D. Cal 1993). In die uitspraak werd aangenomen dat als de misleidendheid van de mededeling niet kenbaar geworden is aan de markt, de koersdaling die aanleiding vormde voor de procedure niet wordt gezien als het gevolg van de misleiding. Deze benadering is volgens Blom enigszins verrassend, omdat een door misleiding veroorzaakte kunstmatig hoge koers wel degelijk tot schade kan leiden, zonder dat de misleidendheid van die mededeling aan de markt hoeft te zijn gebleken. Deze kritiek van Blom is terecht. De appelrechter heeft de uitspraak van de lagere rechter op dit punt dan ook teruggedraaid, hetgeen Blom kennelijk is ontgaan. Zie *In re Worlds of Wonder Sec. Lit.*, 35 F.3d 1407, 1422 (9th Cir. 1994).

van *underwriters* in beginsel niet groter is dan het bedrag waarvoor de effecten werden aangeboden. In hoofdstuk 5 van dit boek zal ik ingaan op de vraag hoe beleggers kunnen aantonen dat andere oorzaken de koersdaling hebben veroorzaakt.

3.2.3 *Misleidend prospectus (s.12(a)(2) Securities Act 1933)*

a. Elementen aansprakelijkheidsclaim

De Securities Act 1933 kent ook een – moeizaam geformuleerde – aansprakelijkheidsbepaling die ziet op prospectussen en mondelinge mededelingen. In s.12(a)(2) wordt – voor zover van belang – bepaald:

Any person who —

(...)

(2) offers or sells a security (...), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission,

shall be liable (...) to the person purchasing such security from him (...) to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.

Section 12(a)(2) vult de bescherming die in s.11 wordt geboden aan, omdat de aansprakelijkheid niet gekoppeld is aan misleiding door middel van de *registration statement*. De bepaling ziet op prospectussen²⁰ en mondelinge mededelingen.²¹ Veelal zullen beleggers een beroep doen op zowel s.11 als s.12(a)(2), aangezien misleidende berichtgeving in de registration statement doorwerkt in het prospectus. Er bestaat enige onduidelijkheid over de uitleg van de woorden “*any person who offers or sells a security*”, en als gevolg daarvan over de vraag wie uit hoofde van s.12(a)(2) kan worden aangesproken.²² Voorts speelt de vraag wie een beroep

20 Een prospectus wordt in s.2(a)(1) omschreven als: “Any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of security (...)”. De Supreme Court heeft in 1995 in *Gustafson v. Alloyd*, 513 U.S. 561 (1995) geoordeeld dat het in s.12(a)(2) gaat om een document “*that describes a public offering of securities by an issuer or controlling shareholder*”. De aansprakelijkheid op grond van s.12(a)(2) wordt hiermee beperkt tot *public offerings*. Zie uitvoeriger Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.6[2].

21 Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.6[1].

22 Zie hierover uitvoeriger Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.6[1] en 7.7.

kan doen op s.12(a)(2). De wet spreekt over “*the person purchasing such security from him*”, hetgeen impliceert dat de effecten direct van de persoon die “*offers or sells*” moet zijn verkregen (*privity*). Uit enkele rechterlijke uitspraken blijkt dat beleggers die op de “*immediate aftermarket*” hebben gekocht nog een beroep kunnen doen op s. 12(a)(2).²³ Wel dient eiser te stellen (*allege*) dat er een voldoende nauw verband bestaat tussen de verkregen effecten en de *public offering*.²⁴

Indien beleggers een vordering tot schadevergoeding baseren op s.12(a)(2) Securities Act 1933, zullen zij in de eerste plaats een *material misstatement* of *omission* moeten bewijzen. Zij moeten ook het gebruik van een *instrumentality* of *interstate commerce* moeten aantonen. Hoewel s.12(a)(2) niet uitdrukkelijk spreekt over een causaliteitseis, hebben rechters de woorden ‘*by means of*’ wel zo geïnterpreteerd dat enige vorm van causaal verband dient te worden aangetoond.²⁵ Zowel de tekst van de wet als de rechtspraak van de Supreme Court wijzen er echter op dat *reliance* – het vertrouwd hebben op de misleidende voorstelling van zaken bij het aangaan van de transactie – geen voorwaarde is om een vordering in te stellen op grond van s.12(a)(2) (zie hierna ook § 4.5.2.f-g).²⁶

b. Verweren

Verweerders kunnen trachten aan te voeren dat beleggers op de hoogte waren van de misleidende mededeling of omissie in het prospectus (“*the purchaser not knowing of such untruth or omission*”), waarover hierna ook § 4.5.2.f. Tevens kunnen zij het bestaan van causaal verband (*loss causation*) betwisten (s.12(b)). Voorts gelden dezelfde verjaringstermijnen als voor s.11. Ten slotte voorziet s.12(a)(2) in de mogelijkheid om aan aansprakelijkheid te ontkomen indien zij erin slagen aan te tonen dat zij “*did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission*”. Zij dienen dus een redelijke mate van onderzoek te hebben verricht.

23 Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.6[2][D] wijst op *Feiner v. SS & C Technologies, Inc.*, 47 F.Supp.2d 250, 253 (D.Conn.1999) (“This court now holds that §12(a)(2) extends to aftermarket trading of a publicly offered security, so long as the aftermarket trading occurs “by means of a prospectus or oral communication” (...) This is not to say that a prospectus need in fact have been delivered for a purchaser to have a §12(a)(2) claim. (...) Rather, all that is necessary is that delivery of a prospectus have been required under the statutory and regulatory framework. (...) In this case, the statutory and regulatory framework required that a prospectus be delivered for all transactions in [the] stock within 25 days of the offering date.”); In re *Paracelsus Corp.*, 6 F.Supp.2d 626 (S.D.Tex.1998) (eisers die in de aftermarket kochten binnen de IPO-periode konden vordering instellen op grond van s. 12(a)(2)). Zie echter ook In re *Transkaryotic Therapies, Inc. Securities Litigation*, 319 F.Supp.2d 152 (D.Mass.2004), waarin een claim op grond van s. 12(a)(2) werd aanvaard voor een eiser die effecten uit de *public offering* had verkregen, maar niet voor beleggers die op de open markt hadden gekocht.

24 Zie bijv. *Shanahan v. Vallat*, 2004 WL 2937805 (S.D.N.Y. 2004), waarin beleggers geen verband met een *public offering* aannemelijk maakten.

25 Een voorbeeld is de uitspraak *Sanders v. John Nuveen & Co.*, 619 F.2d 1222 (7th Cir.1980), cert. denied 450 U.S. 1005 (1981).

26 Aldus Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.6[1].

c. De rechtens vergoedbare schade

De remedie die een belegger op grond van s.12 kan verkrijgen is restitutie van de aankoopprijs²⁷ (verminderd met eventuele uitkeringen (*income*)), onder aanbidding (*tender*) van de effecten.²⁸ Indien de belegger de effecten al heeft verkocht, dan kan hij schadevergoeding (*damages*) vorderen.²⁹ De schadevergoeding wordt bepaald door het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs.³⁰ Deze remedies hebben overigens tot gevolg dat tussentijdse waardedalingen voor rekening van de aansprakelijke partij komen, ook indien die zijn veroorzaakt door niet aan de fraude gerelateerde omstandigheden.³¹ Sinds 1995 hebben verweerders echter op grond van s.12(b) de mogelijkheid om loss causation – causaal verband tussen de misleiding en de waardedaling van de effecten – te betwisten. Het gedeelte van de waardedaling dat niet is veroorzaakt door de misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap komt niet voor vergoeding in aanmerking. Behalve restitutie van de aankoopprijs kan een belegger eveneens vergoeding van rente (*prejudgment interest*) vorderen.³²

3.2.4 Private Securities Litigation Reform Act of 1995

De Securities Act 1933 bevat in s.27 diverse regels die in geval van aansprakelijkheidsclaim op basis van s.11 of 12(a)(2) van belang zijn. Veel van deze regels beogen een dam op te werpen tegen een te ver uitdijende aansprakelijkheid en *frivolous litigation*. Zij zijn het gevolg van de Private Securities Litigation Reform Act van 1995. In s.27(a) zijn allereerst vereisten opgenomen voor *class actions*.

27 De wet spreekt over *consideration* in plaats van de aankoopprijs. Strikt genomen is *consideration* een ruimer begrip dan de aankoopprijs. In *Cade v. Murphy*, 113 F.2d 988 (C.C.A. 1st Cir. 1940) werd aangenomen dat de aankoopprijs onder *consideration* valt. Denkbaar is dat behalve geld ook andere goederen zijn betaald voor de effecten, maar gemakshalve veronderstel ik hier dat het uitsluitend gaat om de aankoopprijs.

28 Dit wordt wel gezien als een vorm van *rescission*. Dit is een rechtsfiguur uit het contractenrecht, waarbij een partij wordt teruggebracht in de situatie waarin hij zou hebben verkeerd indien de transactie niet had plaatsgevonden.

29 Zie over de maatstaf voor schadevergoeding uitvoerig Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.9.

30 Choi & Pritchard 2005, p. 550.

31 Zie bijv. *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 659 (1986): “Indeed, by enabling the victims of prospectus fraud to demand rescission upon tender of the security, Congress shifted the risk of an intervening decline in the value of the security to defendants, whether or not that decline was actually caused by the fraud.”

32 Deze rente gaat lopen vanaf het moment van aanvang van de rechtszaak, tenzij de effecten reeds eerder waren verkocht. In het laatste geval loopt de rente vanaf het moment van verkoop. De rechter heeft een discretionaire bevoegdheid bij het toekennen van deze rente. De rentevoet wordt niet uitdrukkelijk in s.12(a)(2) geregeld. In *Hollenbeck v. Falstaff Brewing Corp.*, 605 F.Supp. 421, 435 (E.D. Mo. 1984) werd bepaald: “The most appropriate interest rate is that which equitably compensates prevailing party for loss of use of the money recovered in the action”. De Federal Courts Improvement Act van 1982 kijkt naar de rentevoet van de meest recente *treasury bill*, zie 28 U.S.C.A. § 1961(a).

Die zullen hierna worden besproken bij de behandeling van de class action in § 3.5.2. De wet voorziet in s.27(b)-(d) voorts in regels omtrent bewijsvergaring, sancties voor misbruik van recht (*abusive litigation*), en bijzondere rechten van verweerders. Deze regels zijn (nagenoeg) identiek aan de regels die krachtens de PSLRA gelden voor aansprakelijkheidsacties op basis van de Securities Exchange Act 1934 en zullen voor zover relevant worden behandeld in § 3.3.3. Voor prospectieve informatie geldt een extra bescherming (*safe harbor*) tegen aansprakelijkheid op grond van s.27A van de Securities Act 1933. Deze regeling zal worden eveneens worden besproken in § 3.3.3.

3.3 Algemene aansprakelijkheid wegens misleidende berichtgeving (Securities Exchange Act 1934 en SEC Rule 10b-5)

3.3.1 Inleiding

De Securities Exchange Act 1934 kent drie uitdrukkelijke grondslagen voor civiel-rechtelijke aansprakelijkheid. In de eerste plaats kunnen gedupeerde beleggers op grond van s.9(e) personen aanspreken die zich schuldig hebben gemaakt aan marktmanipulatie ter zake van genoteerde aandelen.³³ Daarnaast voorziet s. 16(b) in de mogelijkheid om het voordeel dat is verkregen door – kort gezegd – handel met voorwetenschap te ontnemen. De vordering komt toe aan de uitgevende instelling; laat zij na de vordering in te stellen, dan kunnen beleggers namens haar een afgeleide actie instellen. De genoemde bepalingen blijven in het onderhavige onderzoek verder buiten beschouwing. Ten slotte kunnen op grond van s.18(a) personen worden aangesproken die een onjuiste voorstelling van zaken geven in documenten die bij de SEC worden ingediend:

Any person who shall make or cause to be made any statement in any application, report, or document filed pursuant to this title or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement (...), which statement was at the time and in the light of the circumstances under which it was made false or misleading with respect to any material fact, shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement, shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance, unless the person sued shall prove that he acted in good faith and had no knowledge that such statement was false or misleading. (...)

Beleggers dienen op grond van deze bepaling aan te tonen: (i) de aan- of verkoop van een effect, (ii) waarbij zij hebben vertrouwd op (*reliance upon*) (iii) een materieel misleidend verslag dat is ingediend op grond van de Securities Exchange

33 Zie over deze problematiek Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.1.

Act 1934, (iv) tegen een prijs die beïnvloed is door dit verslag en (v) waaruit schade is voortgevloeid.³⁴ In de rechtspraak is uitgemaakt dat s.18(a) een zogenaamde ‘*eyeball*’-test vereist, d.w.z. de belegger moet daadwerkelijk kennis hebben genomen van de gedeponeerde documenten (of een kopie daarvan) en daarop hebben vertrouwd (zie ook § 4.5.2.f).³⁵ Dit beperkt voor beleggers de bruikbaarheid van deze bepaling; s.18(a) wordt dan ook wel beschouwd als een dode letter. Verweerders kunnen om aan aansprakelijkheid te ontsnappen aanvoeren dat zij “*in good faith*” hebben gehandeld en geen kennis hadden van de misleidende karakter van de berichtgeving. Op grond van s.18(c) geldt een verjaringstermijn van één jaar na bekendwording (*discovery*) van de feiten die aanleiding geven tot de claim. De vordering verjaart in ieder geval drie jaren nadat “*such action accrued*”.

Hoewel de Securities Exchange Act 1934 voorziet in uitdrukkelijke grondslagen voor aansprakelijkheid, worden claims vanwege misleidende berichtgeving meestal gegrond op Regel 10b-5 van de SEC, de Amerikaanse toezichthouder.³⁶ Het is de ‘*catch-all*’ bepaling in het federale effectenrecht om misleiding van beleggers tegen te gaan. Deze regel luidt voor zover van belang als volgt:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, (...) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, (...) in connection with the purchase or sale of any security.

De bevoegdheid van de SEC om deze regel uit te vaardigen is gebaseerd op s.10 van de Securities Exchange Act 1934. Voor zover van belang wordt in deze bepaling het volgende bepaald:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange —
(...)
b. To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

³⁴ Kaufman, 26 Sec. Lit. Damages, s. 8:15.

³⁵ Ross v. A.H. Robbins, 607 F.2d 545, 556–58 (2d Cir. 1979). Zie Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.[18].

³⁶ Deze regel is een uitvloeisel van regel 10(b) van de Securities Exchange Act van 1934.

SEC-regel 10b-5 biedt beleggers geen uitdrukkelijke grondslag voor een vordering tot schadevergoeding. De Amerikaanse rechter heeft echter in deze bepaling wel impliciet zulk een recht voor beleggers ingelezen (*implied remedy*).³⁷ De vereisten voor aansprakelijkheid zijn vervolgens voornamelijk via *case law* ontwikkeld.³⁸ Schadevergoedingsacties op grond van SEC-regel 10b-5 zijn te onderscheiden van claims op grond van *common law deceit* en *misrepresentation*³⁹, en zijn gedeeltelijk ontwikkeld om beleggers ten opzichte van de common law aanvullende bescherming te bieden.⁴⁰

3.3.2 De vereisten voor aansprakelijkheid onder SEC Rule 10b-5

a. Elementen aansprakelijkheidsclaim

In de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* uit 2005 geeft de Supreme Court een overzicht van de vereisten die gelden voor aansprakelijkheid in geval van openbaar verhandelde effecten op een erkende effectenbeurs.⁴¹

- (i) *a material misrepresentation (or omission)* (...);
- (ii) *scienter*, i.e., a wrongful state of mind (...);
- (iii) *a connection with the purchase or sale of a security* (...);
- (iv) *reliance*, often referred to in cases involving public securities markets (fraud-on-the market cases) as “transaction causation”, see *Basic* (...) (nonconclusively presuming that the price of a publicly traded share reflects a material misrepresentation and that plaintiffs have relied upon that misrepresentation as long as they would not have bought the share in its absence);
- (v) *economic loss* (...); and
- (vi) “*loss causation*”, i.e., a causal connection between the material misstatement and the loss (...).

b. Material misrepresentation or omission

Uit deze vereisten volgt dus in de eerste plaats dat er een onjuiste voorstelling van de toestand van de vennootschap moet worden gegeven ter zake van een wezenlijk (*material*) feit. Dit kan door een misleidende mededeling te doen of door informatie te verzwijgen. De standaard voor *materiality* is of de informatie van belang zou zijn voor een redelijke belegger (*reasonable investor*) bij de beslissing om het effect te

37 Zie *Kardon v. National Gypsum Co.* 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946), gevolgd door een uitspraak van de Supreme Court in *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375 (1983). Zie voorts *Superintendent v. Bankers Life*, 404 U.S. 6 (1971).

38 Rechter Rehnquist verwoordde het in 1975 aldus: “We deal with a juridicial oak which has grown from little more than a legislative acorn.” Zie *Blue Chip Stamps, et al. v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

39 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 744–745 (1975).

40 *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 388–389 (1983).

41 *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

kopen of verkopen.⁴² Ten aanzien van *prospectieve* informatie wordt in de rechtspraak gebruik gemaakt van een *probability/magnitude*-afweging:

“Materiality will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity”⁴³

Rechters trachten ook meer objectieve aanknopingspunten te vinden voor de beantwoording van de vraag of (misleidende) informatie materieel is voor een redelijk handelende belegger. Daarbij wordt gekeken of de aandelenkoers een abnormaal verloop kent rondom de datum dat de misleiding door middel van een correctieve mededeling bekend wordt gemaakt.⁴⁴ Indien dit niet het geval is, vormt dit een indicatie dat de informatie niet materieel was.⁴⁵

Rechters hebben ook de zogenaamde *bespeaks caution doctrine* ontwikkeld, op grond waarvan projecties worden beschermd tegen aansprakelijkheid indien zij vergezeld gaan van betekenisvolle waarschuwingen.⁴⁶

c. *Scienter*

Het tweede vereiste dat de Supreme Court stelt, *scienter*, heeft betrekking op de geestestoestand van degene die misleidt. In *Ernst and Ernst v. Hochfelder*⁴⁷ heeft de Supreme Court geoordeeld dat het hier gaat om een geestestoestand die een intentie inhoudt om te bedriegen, manipuleren of frauderen (*a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud*). Onachtzaam gedrag is dus niet voldoende.

d. *A connection with the purchase or sale of security*

Het derde element is “*a connection with the purchase or sale of security*”. De misleiding moet dus in verbinding staan met de aan- of verkoop van een effect. Dit beperkt de kring van beleggers die op grond van SEC-regel 10b-5 een vordering tot schadevergoeding kan instellen. In *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*⁴⁸ was de vraag aan de orde of beleggers die op basis van een misleidend pessimistisch prospectus hebben afgezien van aankoop van de aangeboden effecten een beroep konden doen op SEC-regel 10b-5. De Supreme Court oordeelde dat een vordering

42 TSC Industries, Inc. v. Northway, 426 U.S. 438 (1976). Zie over materiality uitvoerig Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.9.

43 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968), aangehaald door de Supreme Court in *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). In *Basic v. Levinson* ging het om misleiding rondom fusiebesprekingen. De probability/magnitude afweging is echter ook op andere gevallen van prospectieve informatie toegepast. Zie bijvoorbeeld *Oran v. Stafford*, 226 F.3d 275 (3d Cir. 2000).

44 Zie bijv. *Oran v. Stafford*, 226 F.3d 275 (3d Cir. 2000).

45 Voorzichtigheid is echter geboden bij deze methode, aangezien de markt reeds voorafgaand aan een corrigerende mededeling op de hoogte kan raken van de misleiding.

46 Zie bijv. *Romani v. Shearson Lehman Hutton*, 929 F.2d 875 (1st Cir. 1991).

47 425 U.S. 185, 196 (1976).

48 421 U.S. 723 (1975).

op grond van SEC-regel 10b-5 is voorbehouden aan beleggers die daadwerkelijk effecten hebben gekocht of verkocht.

Een contractuele band tussen de belegger en gedaagde is niet vereist. In *SEC v. Texas Gulf Sulphur*⁴⁹ oordeelde de rechter bijvoorbeeld:

“Rule 10b-5 is violated whenever assertions are made, as here, in a manner reasonably calculated to influence the investing public, e.g., by means of the financial media, if such assertions are false or misleading or are so incomplete as to mislead”

Onjuiste informatie in een persbericht van een beursvennootschap kan dus reeds een overtreding zijn van SEC-regel 10b-5, omdat deze mededelingen in ruime zin geacht werden te zijn gedaan in verband met de aan- of verkoop van aandelen op de openbare effectenmarkt. Dat de vennootschap zelf niet betrokken was bij aan- of verkoop van effecten deed daar niet aan af. Het resultaat van deze uitspraak was dat in veel *securities fraud class actions* door beleggers werd aangevoerd dat persberichten of bij de SEC gedeponeerde verslagen misleidend waren.⁵⁰

e. Reliance/transaction causation

Een belegger die ageert op grond van SEC-regel 10b-5 dient *reliance* aan te tonen. Reliance ziet op het causale verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing. Vereist is dat een belegger heeft vertrouwd op de misleidende berichtgeving bij de beleggingsbeslissing, in die zin dat hij bij een juiste voorstelling van zaken niet aldus zou hebben gehandeld.⁵¹ Reliance van een belegger op de misleidende informatie moet redelijk zijn.⁵² Dit betekent onder meer dat een belegger die op de hoogte is van een misleidende mededeling of omissie niet gerechtvaardigd kan vertrouwen op de berichtgeving.⁵³

Naast reliance dient tevens *causation* te worden aangetoond tussen de schade en de material *misrepresentation*. Amerikaanse rechters hebben in plaats van de gebruikelijke analyse van het causaal verband in termen van feitelijk causaal verband (*cause in fact*) en juridisch causaal verband (*legal cause*) een bijzonder raamwerk ontwikkeld voor *securities fraud*-zaken. Causation valt uiteen in twee

49 401 F.2d 833, 858–861 (2d Cir. 1968).

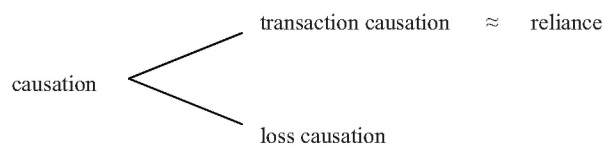
50 Van Ginnneken 2006, p. 161.

51 Zie voor een eerste belangrijke uitspraak waarin het vereiste van reliance voor SEC-regel 10b-5 werd geïntroduceerd: *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965) (“The proper test is whether the plaintiff would have been influenced to act differently than he did act if the defendant had disclosed to him the undisclosed fact.”). Zie voorts *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981) (“Reliance is a *causa sine qua non*, a type of “but for” requirement: had the investor known the truth he would not have acted.”).

52 Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.10[7].

53 Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.10[7].

schakels: *transaction causation* en *loss causation*.⁵⁴ Uit de Amerikaanse rechtspraak en literatuur blijkt dat het gaat om twee complexe, moeilijk grijpbare concepten.⁵⁵ Transaction causation houdt in dat de transactie bij de juiste kennis van zaken niet (onder dezelfde voorwaarden) zou zijn aangegaan.⁵⁶ Men zou dit kunnen vergelijken met de door mij voor het Nederlandse recht genoemde eerste schakel van het csqn-verband, transactiecausaliteit (§ 2.5.3.b). De hierna (§ 3.3.2.f) nog te bespreken eis van loss causation vertoont verwantschap met de door mij voor het Nederlandse recht onderscheiden tweede schakel van het csqn-verband (§ 2.5.3.b).⁵⁷ Hoewel reliance en causation verschillende elementen zijn van een claim op basis van SEC-regel 10b-5, wordt transaction causation op dezelfde gronden aangenomen als reliance in geval van misleiding op publieke effectenmarkten.⁵⁸ Schematisch zou men het bovenstaande naar mijn oordeel dan als volgt kunnen weergeven:



54 Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank, 250 F.3d 87, 95-97 (2d Cir. 2001) (“It is settled that causation under federal securities laws is two-pronged: a plaintiff must allege both transaction causation, *i.e.*, that *but for* the fraudulent statement or omission, the plaintiff would not have entered into the transaction; and loss causation, *i.e.*, that the subject of the fraudulent statement or omission was the cause of the actual loss suffered.”).

55 Hazen, 4 Law Sec. Reg., § 12.11[1]. Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank, 250 F.3d 87, 95-97 (2d Cir. 2001) (“Because these concepts are somewhat elusive, they are the subject of extensive scholarly and judicial comment.”).

56 Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.11[2] (“transaction causation (...) means that, but for the wrongful conduct, the transaction would not have gone through, at least in the form that it eventually took. (...) Transaction causation does not represent the strictest form of “but for” causation because it requires only that the terms of the transaction have been significantly affected by the material misstatement or omission.”).

57 Het begrip loss causation bevat evenwel ook normatieve elementen. Het gaat eigenlijk om het intreden van *rechtens vergoedbare* schade.

58 Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 (2005), verwijzend naar Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 248-249 (1988); Press v. Chemical Inv. Servs., 166 F.3d 529, 539 (2d Cir.1999). Zie voorts Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank, 250 F.3d 87, 95-97 (2d Cir.2001) (“Transaction causation is based upon the plaintiff’s reliance upon the defendant’s deceptive statements or omissions; that is, but for such conduct by the defendant, the plaintiff would not have acted to his detriment.”). Kritisch over de gelijkstelling van reliance en transaction causation lijkt Hazen, 4 Law Sec. Reg., § 12.11[2] (“The concept of transaction causation has been properly characterized as “nothing more than ‘but for’ causation”, and more questionably as “merely another way of describing reliance”. Although reliance and causation constitute distinct elements of a Rule 10b-5 claim, transaction causation may be established by facts that establish reliance.” [voetnoten weggelaten, BdJ]).

Het traditionele vereiste van reliance/transaction causation is moeilijk te bewijzen. In de zaak *Affiliated Ute* oordeelde de Supreme Court dat in geval van een ommissie van materiële informatie reliance wordt vermoed (§ 5.3.2.f). Daarnaast gaf de Supreme Court beleggers de mogelijkheid om op een indirecte wijze reliance aan te tonen in de zaak *Basic v. Levinson*⁵⁹, door middel van het zogenaamde *fraud-on-the-market*-vermoeden (§ 5.3.2.g). Dit houdt in dat er ten behoeve van beleggers onder omstandigheden een weerlegbaar vermoeden van reliance geldt. Kort gezegd gaat het erom dat een materiële *misrepresentation* werd gegeven op een ‘efficiënte’ markt. Misleidende informatie werkt in dit geval namelijk door in de beurskoers, zodat gezegd kan worden dat de belegger (indirect) op de informatie heeft vertrouwd. In *class actions* is het *fraud-on-the-market*-vermoeden praktisch onmisbaar, omdat zonder zulk een vermoeden iedere belegger afzonderlijk reliance zou moeten aantonen, hetgeen collectieve afwikkeling onmogelijk maakt (zie over de reliance-eis in *class actions* § 6.5.2.a).

f Economic loss en loss causation

Het Amerikaanse recht stelt *naast* het vereiste van reliance/transaction causation nog het vereiste van loss causation. Sinds 1995 worden de vereisten van een economic loss en loss causation aldus verwoordt in s. 21D(b)(4) van de Securities Exchange Act 1934:

In any private action arising under this title, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this title caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages.

Met deze eis wordt beoogd de potentieel te ruime aansprakelijkheid op grond van transaction causation te beperken. Hier ziet men een parallel met het vereiste van juridisch causaal verband.⁶⁰ In *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*⁶¹ oordeelde de Supreme Court dat in *fraud-on-the-market*-zaken een kunstmatig hoge aankoop-prijs “*will not itself constitute or proximately cause*” de relevante schade. Anders gezegd is loss causation niet bewezen als vaststaat dat de koers van het aandeel kunstmatig hoog was op het moment van de aankoop. De uitspraak lijkt aldus te moeten worden gelezen dat de relevante schade volgens de Supreme Court eerst ontstaat op het moment dat de koers daalt als gevolg van het bekend worden van

⁵⁹ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248–249 (1988).

⁶⁰ *Arduini/Messina Partnership v. National Medical Financial Services Corp.*, 74 F.Supp.2d 352 (S.D. N.Y. 1999) (“The loss causation requirement is often analogized to the tort concept of proximate cause (...) The test for loss causation is thus whether the injury suffered was a “foreseeable consequence of the misrepresentation.”).

⁶¹ 544 U.S. 336 (2005).

de onjuistheid van de gegeven voorstelling van zaken.⁶² Zie over deze eis uitvoeriger § 4.5.3.h-k.

3.3.3 *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*

a. Inleiding

De Securities Exchange Act 1934 bevat in s.21D diverse bepalingen die met het oog op de civielrechtelijke aansprakelijkheid van belang zijn. Veel van deze bepalingen beogen een dam op te werpen tegen een te ver uitdijende aansprakelijkheid en *frivolous litigation*. Zij zijn het gevolg van de Private Securities Litigation Reform Act van 1995. De meningen in de literatuur zijn verdeeld over de vraag of de wet de beoogde doelstellingen heeft gerealiseerd.⁶³

b. Verzwaarde stelplicht

Volgens s.21D(b)(1) moet in de dagvaarding (*complaint*)⁶⁴ elke mededeling of omissie die misleidend wordt geacht, worden genoemd. Gemotiveerd dient te worden waarom deze mededeling of omissie misleidend is. Indien de beschuldiging betreffende de mededeling of omissie geuit wordt *on information and belief*, dient de dagvaarding alle feiten waarop dit geloof gebaseerd is specifiek te stellen.

In s.21D(b)(2) wordt bepaald dat in de dagvaarding specifieke feiten moeten worden gesteld (*state with particularity*) ten aanzien van de geestestoestand van de verweerder, die een sterk vermoeden (*strong inference*) opleveren dat deze met *scienter* handelde.⁶⁵ Een redelijk vermoeden is niet voldoende.

c. Verzwaarde eisen voor pretrial motions en pretrial discovery

De Amerikaanse civiele rechtsgang kent twee procedurele fasen die door de *Federal Rules of Civil Procedure* geregeld worden: de *pretrial discovery* en het *trial*.⁶⁶ Partijen hebben door middel van de *pretrial discovery* de mogelijkheid om gedurende een bepaalde periode van de wederpartij te verlangen dat stukken

⁶² Zie bijv. *Glaser v. Enzo Biochem*, 464 F.3d 474 (4th Cir. 2006) ("It is only after the fraudulent conduct is disclosed to the investing public, followed by a drop in the value of the stock, that the hypothetical investor has suffered a "loss" that is actionable after the Supreme Court's decision in *Dura*").

⁶³ Kritisch Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.15[1]. Aanzienlijk positiever zijn Cox & Thomas 2009, p. 203.

⁶⁴ U.S.C.A. Civil Procedure Rule 3: "A civil action is commenced by filing a complaint with the court."

⁶⁵ Zie over deze eis *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308 (2007), waarin de Supreme Court oordeelt dat de rechter oog moet hebben voor "competing inferences" en dat de eisende belegger "must plead facts rendering inference of scienter at least as likely as any plausible opposing inference".

⁶⁶ Zie over discovery in het algemeen Titel V van de Federal Rules of Civil Procedure. U.S.C.A. Civil Procedure Title V. Disclosures and discovery. Zie voor Nederlandstalige bijdragen bijv. Hoogeveen 2005; Claassens 2004.

worden geopenbaard die van belang zijn voor de procedure en die kort gezegd in bezit zijn van de wederpartij. Met de PSLRA is getracht te voorkomen dat deze mogelijkheid wordt gebruikt voor *fishing expeditions*. S.21D(b)(3) beperkt daarom de mogelijkheid voor pretrial discovery. Indien een zogenaamde *motion to dismiss*⁶⁷ of *motion for summary judgment*⁶⁸ is ingediend, wordt de pretrial discovery opgeschort. Daarmee worden de kosten van discovery voor de gedaagden beperkt.

d. Loss causation en maximering schadeomvang

De PSLRA codificeerde in s.21D(b)(4) uitdrukkelijk de eis van loss causation, zoals in § 3.3.2.f aan de orde kwam. In s.21D(e) wordt voorts een significante beperking aangebracht in de rechtens vergoedbare schade. Indien beleggers schadevergoeding vorderen, geldt dat de vergoeding niet groter mag zijn dan het verschil tussen enerzijds de aankoop- c.q. verkoopprijs en anderzijds de gemiddelde koers van het desbetreffende effect gedurende een periode van 90 dagen nadat de misleiding bekend wordt in de markt. Indien een belegger zijn effect(en) heeft verkocht voordat de termijn van 90 dagen is verstreken, is de maximale schade per aandeel het verschil tussen enerzijds de aankoopprijs c.q. de verkoopprijs, en anderzijds de gemiddelde koers in de periode van het moment van bekendwording van de misleiding tot het moment dat de belegger zijn effecten verkocht. De gemiddelde koers wordt berekend op basis van de slotkoersen van elke handelsdag.

In toelichtende rapporten⁶⁹ bij de PSLRA wordt uiteengezet wat de ratio is voor de beperking van de rechtens vergoedbare schade op grond van s.21D(e). Indien de schade wordt berekend op basis van de datum waarop een corrigerende mededeling wordt gedaan, kan dit leiden tot een aanzienlijke overschatting van de werkelijk geleden schade. Daarbij wordt een studie aangehaald waaruit blijkt dat de koers de dag na bekendmaking van een corrigerende mededeling vaak geen goede afspiegeling is van de werkelijke onderliggende waarde van het aandeel. Door verschillende factoren is er vaak sprake van een overreactie, een '*crash component*', na bekendwording van slecht nieuws. Indien dan het verschil tussen de koers vóór de corrigerende mededeling en de koers direct na de corrigerende mededeling als maatstaf voor de schade wordt genomen, zoals dat tot 1995 vaak gebeurde, wordt de werkelijke schade overschat. Veelal herstelt de koers zich na enige tijd. Ter correctie van de onzekerheid bij de schadebegroting heeft de wetgever daarom in s.21D(e) een zogenaamde '*bounce back*'- of '*look back*'-periode opgenomen, zodat de rechtens vergoedbare schade meer in lijn wordt gebracht met de werkelijke schade.

⁶⁷ Een motion to dismiss is een soort verzoek om niet-ontvankelijkverklaring. Zie U.S.C.A. Civil Procedure Rule 12(b) voor de gronden waarop een motion to dismiss kan worden gebaseerd.

⁶⁸ Volgens U.S.C.A. Civil Procedure Rule 56, toelichting is een summary judgement procedure: "a method for promptly disposing of actions in which there is no genuine issue as to any material fact".

⁶⁹ S. Rep. 104-98 en H.R. Conf. Rep. 104-369.

Slechts de koersdaling als gevolg van misleiding dient voor vergoeding in aanmerking te komen, in plaats van koersdalingen veroorzaakt door andere factoren, zo is de gedachte. Zie over ook deze bepaling ook § 4.5.3.m-n.

e. Safe harbor voor prognoses

In s.21E van de Securities Exchange Act 1934 is een zogenaamde veilige haven (*safe harbor*) opgenomen voor prospectieve informatie (*forward-looking statements*)⁷⁰.⁷¹ Kort gezegd komt de regeling erop neer dat uitgevende instellingen kunnen profiteren van wettelijke bescherming tegen aansprakelijkheid indien zij een mededeling kwalificeren als forward-looking statement, en zulk een mededeling vergezeld doen gaan van betekenisvolle, waarschuwende mededelingen waarin factoren worden geïdentificeerd die tot gevolg kunnen hebben dat de werkelijke resultaten significant afwijken van de prognoses. Ten aanzien van mondelinge mededelingen door functionarissen geldt dat de waarschuwing mag verwijzen naar een gemakkelijk te verkrijgen schriftelijk document, of onderdeel daarvan. Het beschikbare empirische onderzoek wijst erop dat het aantal rechtszaken over beweerdelijke misleidende prognoses is afgenomen, het aantal prognoses door uitgevende instellingen is toegenomen en de kwaliteit van deze prognoses niet negatief is beïnvloed door de safe harbor.⁷²

3.4 De relatie tussen de verschillende aansprakelijkheidsgrondslagen

Hierboven bleek bij de bespreking van SEC-regel 10b-5 dat de Amerikaanse rechter daarin impliciet een recht heeft ingelezen voor beleggers om schadevergoeding te vorderen. De vraag is echter hoe deze regel zich verhoudt tot de uitdrukkelijk in de Securities Act 1933 en de Securities Exchange Act 1934 geregelde grondslagen voor aansprakelijkheid.

Uitgangspunt is dat de remedies die het federale effectenrecht biedt aan gedupeerde beleggers cumulatief zijn. In de zaak *Herman & MacLean v. Huddleston* ging het om de vraag of beleggers die effecten hadden gekocht op basis van een misleidend *registration statement* een vordering konden instellen op basis van s.10(b) Securities Exchange Act 1934, niettegenstaande de uitdrukkelijke remedie van s.11 Securities Act 1933. De Supreme Court oordeelde dat dit inderdaad geoorloofd is. De beide bepalingen redresseren verschillende typen van onrechtmatig handelen:

⁷⁰ De wet definieert het begrip forward looking statement door zes categorieën van mededelingen te noemen, zie s.21E(i)(1) Securities Exchange Act 1934.

⁷¹ Zie uitvoering hierover 15 U.S.C.A. § 78u-5; Folladori 2008, 1640 PLI/Corp 505.

⁷² Cox & Thomas 2009, p. 190.

“Section 11 of the 1933 Act allows purchasers of a registered security to sue certain enumerated parties in a registered offering when false or misleading information is included in a registration statement. The section was designed to assure compliance with the disclosure provisions of the Act by imposing a stringent standard of liability on the parties who play a direct role in a registered offering. If a plaintiff purchased a security issued pursuant to a registration statement, he need only show a material misstatement or omission to establish his *prima facie* case. Liability against the issuer of a security is virtually absolute, even for innocent misstatements. Other defendants bear the burden of demonstrating due diligence.

Although limited in scope, Section 11 places a relatively minimal burden on a plaintiff. In contrast, Section 10(b) is a “catchall” antifraud provision, but it requires a plaintiff to carry a heavier burden to establish a cause of action. While a Section 11 action must be brought by a purchaser of a registered security, must be based on misstatements or omissions in a registration statement, and can only be brought against certain parties, a Section 10(b) action can be brought by a purchaser or seller of “any security” against “any person” who has used “any manipulative or deceptive device or contrivance” in connection with the purchase or sale of a security. However, a Section 10(b) plaintiff carries a heavier burden than a Section 11 plaintiff. Most significantly, he must prove that the defendant acted with scienter, *i.e.*, with intent to deceive, manipulate, or defraud.”

In bovenstaande overweging komt reeds naar voren dat een beroep op s.11 Securities Act 1933 voor beleggers bepaalde voordelen heeft ten opzichte van een beroep op SEC-regel 10b-5.⁷³ Indien beleggers een vordering tot schadevergoeding baseren op s.11 Securities Act 1933, hoeven zij de eisen van *scienter*, *reliance* en *loss causation* niet aan te tonen. De verwerende partijen kunnen wel trachten te bewijzen dat loss causation ontbreekt om een vordering ex s.11 Securities Act 1933 te doen stranden.

In de rechtspraak is voorts aangenomen dat beleggers een beroep kunnen doen op SEC-regel 10b-5, ook indien een uitdrukkelijke grondslag voor een aansprakelijkheidsclaim kan worden gevonden in s.12(a)(2) Securities Act 1933.⁷⁴

De meeste rechters hebben geoordeeld dat een vordering uit hoofde van s.18(a) Securities Exchange Act 1934 geen exclusieve remedie is voor misleidende berichtgeving in documenten die bij de SEC zijn ingediend (*filed*).⁷⁵ Het lijkt zo te zijn dat een vordering kan worden gebaseerd op SEC-regel 10b-5 ook als s.18(a) geen

⁷³ Zie Choi & Pritchard 2005, p. 489.

⁷⁴ Zie *Berger v. Bishop Investment Corporation*, 695 F.2d 302 (8th Cir.1982) (vordering op grond van SEC-regel 10b-5 kon doorgang vinden ondanks het feit dat de remedie van s.12(a)(2) niet langer beschikbaar was wegens verjaring). Zie voorts *Amunrud v. Taurus Drilling Limited*, 1983 WL 1412 (D.Mont.1983) (“motion to dismiss” die gebaseerd was op de stelling dat s.12(a)(2) prevaleerde boven claims op basis van regel 10(b)-5 werd verworpen).

⁷⁵ Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.18.

grondslag biedt voor een claim. Dat de grondslag van s.18(a) niet exclusief is, stemt overeen met het hierboven weergegeven oordeel van de Supreme Court dat s.11 Securities Act 1933 niet exclusief is. SEC-regel 10b-5 is strenger dan s.18(a) in het opzicht dat beleggers scienter moeten aantonen, maar voor het overige biedt SEC-regel 10b-5 ruimere mogelijkheden om schadeveroorzakers aan te spreken. Zo geldt er geen ‘eyeball’-test onder SEC-regel 10b-5 en kunnen beleggers profiteren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden. In een *class action* is dit laatste van groot belang.

Een procedureel verschil is dat vorderingen op grond van s.11 en 12 Securities Act 1933 zowel bij de federale als bij de (deel)statelijke rechter kunnen worden ingesteld.⁷⁶ Vorderingen op grond van de Securities Exchange Act 1934 behoren tot de exclusieve bevoegdheid van de federale rechter.⁷⁷ De Securities Litigation Uniform Standards Act uit 1998 heeft er echter voor gezorgd dat class actions die betrekking hebben op claims inzake openbaar verhandelbare effecten uitsluitend bij de federale rechter aanhangig kunnen worden gemaakt. Voordien waren er prikkels om de strengere procedureregels die het gevolg waren van de PSLRA te omzeilen door zaken op grond van s.11 (en 12) Securities Act 1933 bij een *state court* aanhangig te maken.⁷⁸

3.5 Class actions

3.5.1 Algemene bepalingen in de Federal Rules of Civil Procedure

Class actions kunnen worden omschreven als “*representative lawsuits on behalf of groups of persons similarly situated*”.⁷⁹ De class action is een procedureel middel dat het mogelijk maakt dat een vordering wordt ingesteld door een grote groep personen met een gemeenschappelijk belang bij het geschil, zonder dat ieder die tot de groep behoort als procespartij hoeft op te treden. De leden van de class zijn in beginsel gebonden aan de uitspraak. In de Verenigde Staten kent de class action een lange traditie; een beschrijving daarvan kan gelet op het doel van dit onderzoek en eerdere Nederlandse studies achterwege blijven.⁸⁰

De grondslag voor de class action is Rule 23 van de Federal Rules of Civil Procedure. In rule 23(a) zijn de algemene vereisten opgesomd waaraan voldaan moet zijn.⁸¹ De vereisten zien er onder meer op toe dat de belangen van de niet-aanwezige class-leden in de procedure voldoende worden beschermd:

⁷⁶ S.22A Securities Act 1933, 15 U.S.C.A. § 77v(a).

⁷⁷ S.27 Securities Exchange Act 1934.

⁷⁸ Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.15[2].

⁷⁹ 1 Newberg on Class Actions § 1:1. Zie voor meer beschrijvingen Mulheron 2004, p. 3.

⁸⁰ Zie voor een beschrijving in de Nederlandse literatuur bijvoorbeeld Groenendijk 1980, p. 310–312; Frenk 1994, p. 199–202.

⁸¹ Uitvoerig hierover 1 Newberg on Class Actions § 3:1 e.v.

One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if:

- (1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable,
- (2) there are questions of law or fact common to the class,
- (3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class; and
- (4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class.

Het eerste vereiste is de zogenaamde *numerosity*-test.⁸² Een vast getalsmatig criterium wordt niet gehanteerd. De tweede eis is de *commonality*-test.⁸³ Er moeten gemeenschappelijke feitelijke vragen of rechtsvragen kunnen worden beantwoord. In de derde plaats geldt een *typicality*-test, inhoudende dat de vordering of het verweer van de representatieve partijen typerend moeten zijn voor die van de overige gedupeerden. Ten slotte staat de vierde eis bekend als de *adequacy of representation*-test.⁸⁴ Een partij mag alleen procederen ten behoeve van andere gedupeerden indien hij hun belangen eerlijk en adequaat zal beschermen.

Indien aan deze vier eisen is voldaan, kan een class action alleen worden doorgezet indien zij valt binnen één van de drie in rule 23(b) genoemde categorieën. Voor het onderhavige onderzoek beperk ik mij tot de zogenaamde damages class action (23(b)(3)), aangezien schadevergoedingsvorderingen van beleggers centraal staan. Anders dan in Nederland kunnen beleggers collectief schadevergoeding vorderen.

Een damages class action mag worden ingesteld indien:

“the court finds that the questions of law or fact common to class members *predominate* over any questions affecting only individual members, and that a class action is *superior* to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy [cursivering BdJ]”.

Men ziet hierin als eerste een *predominance*-vereiste: de feitelijke vragen of rechtsvragen die gemeenschappelijk (*common*) zijn voor de groepsleden, dienen de individuele vragen te overheersen.⁸⁵ Een tweede eis die besloten ligt in rule 23(b)(3) is de *superiority*-test.⁸⁶ De class action moet superieur zijn aan andere methoden om het geschil eerlijk en efficiënt te beslechten. De wet biedt de rechter enkele aanknopingspunten bij de beantwoording van die vraag. In de beoordeling moeten worden betrokken:

82 Zie 1 Newberg on Class Actions § 3:3 t/m 3:9.

83 Zie 1 Newberg on Class Actions § 3:10 t/m 3:12.

84 Zie 1 Newberg on Class Actions § 3:21 t/m 3:28.

85 Zie 2 Newberg on Class Actions § 4:22 t/m 4:25.

86 Zie 2 Newberg on Class Actions § 4:28 t/m 4:41.

(A) the class members' interests in individually controlling the prosecution or defense of separate actions; (B) the extent and nature of any litigation concerning the controversy already begun by or against class members; (C) the desirability or undesirability of concentrating the litigation of the claims in the particular forum; and (D) the likely difficulties in managing a class action.

Zie over de vereisten van numerosity, commonality, typicality, adequacy of representation, predominance en superiority in relatie tot de vereisten van schade en causaal verband bij misleidingszaken nader § 6.5.

Als een vordering wordt ingesteld, dient de rechter “*at an early practical time*” te beslissen of hij een class action toestaat. Dit is de zogenaamde *certification*-beslissing. Daarbij moet onder meer de class worden gedefinieerd (rule 23(c)(1)(B)). De certification-beslissing kan worden gewijzigd tot het moment van *final judgement* (rule 23(c)(1)(C)). De rechter kan de class action ook beperken tot bepaalde geschilpunten (rule 23(c)(4)). Dit is aantrekkelijk, omdat hierdoor gemeenschappelijke feitelijke of rechtsvragen door middel van een class action kunnen worden behandeld, en daarop aansluitend in afzonderlijke procedures de individuele kwesties, zoals bijvoorbeeld de schadeomvang.⁸⁷ De rechter is voorts bevoegd de class op te splitsen in subclasses (rule 23(c)(5)). Iedere subclass wordt behandeld als afzonderlijke class. De bepalingen over kennisgeving aan de leden van de class (rule 23(c)(2)) zal ik niet bespreken, gelet op de doelstelling van dit onderzoek. Rule 23(d) geeft de rechter diverse bevoegdheden om een eerlijk verloop en een efficiënte voorgang van de procedure te waarborgen.⁸⁸ Een uitvoerige bespreking daarvan valt buiten het bestek van dit boek.

De meeste damages class actions eindigen in een schikking. Met het oog daarop geeft de wet enkele voorschriften. De claims van een gecertificeerde class mogen alleen met goedkeuring van de rechter worden geschikt (rule 23(e) aanhef). De rechter dient opdracht te geven om een kennisgeving te sturen aan alle class-leden die gebonden zouden worden door het schikkingsvoorstel (rule 23(e)(1)). Indien het voorstel class-leden zou binden, mag de rechter slechts goedkeuring verlenen aan de schikking na een hoorzitting (*hearing*) en indien hem gebleken is dat het voorstel eerlijk, redelijk en adequaat is (rule 23(e)(2)). In hoofdstuk zes zal uitgebreider aan de orde komen wanneer een schikking in effectenrechtelijke

⁸⁷ Kaufman, 26A Sec. Lit. Damages § 24:3.

⁸⁸ Rule 23(d) luidt als volgt: In conducting an action under this rule, the court may issue orders that: (A) determine the course of proceedings or prescribe measures to prevent undue repetition or complication in presenting evidence or argument; (B) require — to protect class members and fairly conduct the action — giving appropriate notice to some or all class members of: (i) any step in the action; (ii) the proposed extent of the judgment; or (iii) the members' opportunity to signify whether they consider the representation fair and adequate, to intervene and present claims or defenses, or to otherwise come into the action; (C) impose conditions on the representative parties or on intervenors; (D) require that the pleadings be amended to eliminate allegations about representation of absent persons and that the action proceed accordingly; or (E) deal with similar procedural matters.

claims als eerlijk, redelijk en adequaat kan worden aangemerkt. Partijen die om goedkeuring van de schikking verzoeken, dienen een verklaring over te leggen waarin elke afspraak naar aanleiding van (*in connection with*) het schikkingsvoorstel wordt beschreven (rule 23(e)(3)). De rechter kan voorts een schikking weigeren goed te keuren zolang het schikkingsvoorstel geen mogelijkheid biedt aan class-leden om uit te stappen, ook al hadden zij eerder die mogelijkheid en opteerden zij daar toen niet voor (rule 23(e)(4)). Hiermee wordt dus een mogelijkheid geboden om ervoor te kiezen geen deel uit te maken van de class nadat de schikkingsvoorwaarden bekend zijn geworden. Ten slotte bepaalt de wet dat ieder lid van de class het recht heeft bezwaren aan te voeren tegen het voorstel, die vervolgens echter slechts met toestemming van de rechter weer kunnen worden ingetrokken (rule 23(e)(5)).⁸⁹

3.5.2 Bijzondere bepalingen voor securities class actions

Op grond van s.27(a) Securities Act 1933 en s.21D(a) Securities Exchange Act 1934 gelden bijzondere bepalingen voor *securities class actions*. Deze zijn ingevoerd op grond van de PSLRA in 1995 en vullen de algemene regels uit de Federal Rules of Civil Procedure aan.

In iedere securities class action dient een zogenaamde *lead plaintiff* te worden aangewezen. Het gaat hier om het lid of de leden van de class die naar het oordeel van de rechter het beste in staat zijn om de belangen van class-leden adequaat te behartigen. Tot 1995 werd in de praktijk de partij die als eerste een class action vordering instelde aangewezen als lead plaintiff. Dit leidde tot een “*race to the courthouse*” door advocaten, aangezien een groot deel van een eventuele schadevergoeding of van een schikkingsbedrag werd gereserveerd voor de advocaat van de lead plaintiff.⁹⁰ Rechtszaken werden vooral op initiatief van advocaten geïnitieerd (de “*lawyer-driven suits*”).⁹¹ Eisers waren, hoewel zij formeel optraden ten behoeve van alle class-leden, vaak niet meer dan stromannen van de advocaten. Het Amerikaanse congres wilde deze praktijk aldus wijzigen dat de rechter de lead plaintiff zou benoemen, waarna laatstgenoemde partij een class-advocaat zou selecteren. Het congres wilde ook aanmoedigen dat institutionele beleggers, die veelal de grootste aandeelhouders zijn en dus het meeste profijt hebben van een succesvolle class action, zouden worden aangesteld als lead plaintiff. In 1995 werd daarom s.21D(a) van de Securities Exchange Act 1934 ingevoerd, op grond waarvan de partij met het grootste financiële belang in beginsel wordt aangewezen

⁸⁹ Toestemming zal snel worden verleend indien het gaat om bezwaren die slechts betrekking hebben op degene die bezwaar maakte, maar als het bezwaar de belangen van de gehele class raakt, zal goedkeuring minder snel worden gegeven, aldus de *Advisory Committee Notes*.

⁹⁰ Dat een deel van de schadevergoeding of het schikkingsbedrag toevalt aan advocaten is het gevolg van de mogelijkheid van resultaatafhankelijke beloning in de Verenigde Staten (*contingency fees*). Zie daarover onder meer Tzankova 2007, p. 163–168.

⁹¹ Hazen, 4 Law Sec. Reg., § 12.15[1].

als lead plaintiff.⁹² Er geldt een weerlegbaar wettelijk vermoeden dat die partij het beste in staat is om de belangen van de class te behartigen. Het vermoeden kan worden weerlegd als een lid van de beweerdelijke class bewijst dat de belangen van de class niet eerlijk en adequaat zullen worden behartigd door de partij met het grootste financiële belang, of dat die partij zal worden geconfronteerd met specifieke verweren die haar ongeschikt maakt voor het adequaat vertegenwoordigen van de class (s.21D(a)(3)(B)).

De lead plaintiff moet bij de dagvaarding een beëdigde verklaring voegen waarin hij verklaart dat hij: (i) de dagvaarding heeft beoordeeld en toestemming heeft gegeven voor indiening, (ii) geen effecten heeft gekocht uitsluitend om deel te nemen aan de rechtszaak of op instructie van een advocaat, (iii) bereid is om als class-vertegenwoordiger (*representative*) op te treden, (iv) alle transacties die hij met betrekking tot de effecten heeft verricht ook heeft gemeld, (v) alle andere effectenrechtelijke rechtszaken heeft gemeld waarin hij de afgelopen drie jaar als class-vertegenwoordiger is opgetreden, (vi) geen betaling zal accepteren voor zijn rol als class-vertegenwoordiger bovenop het deel waarop hij naar evenredigheid recht heeft (s.21D(a)(2)(A)). Een partij mag in beginsel ook niet meer dan vijf keer optreden als lead plaintiff gedurende een periode van drie jaar (s.21D(a)(3)(B)(vi)).⁹³ De lead plaintiff selecteert, onder voorbehoud van goedkeuring door de rechter, de class-advocaat (s.21D(a)(3)(B)(v)). Deze eisen kunnen worden verklaard tegen de hierboven beschreven achtergrond dat advocaten de drijvende kracht waren in class actions en veelal stromannen inzetten.

Ter zake van de keuze van een lead plaintiff en een advocaat (*lead counsel*) spelen nog diverse kwesties die hier niet uitvoerig behandeld hoeven te worden. Zo is denkbaar dat er meerdere lead plaintiffs worden aangewezen voor een optimale behartiging van de belangen van de class.⁹⁴ Voorts biedt de wet de mogelijkheid om een groep beleggers gezamenlijk als lead plaintiff te benoemen.⁹⁵ Denkbaar is dat verschillende class actions aanhangig worden gemaakt bij verschillende federale rechters. Hierdoor zijn er dan meerdere kandidaten voor de positie van lead plaintiff en lead counsel, waardoor de rechter een methode zal moeten gebruiken om lead counsel te benoemen.⁹⁶ De beloning van advocaten mag een redelijk percentage van de aan de class betaalde vergoeding niet overschrijden, waarbij de rechter echter discretionaire ruimte wordt geboden om te beoordelen wat in een concreet geval redelijk is.⁹⁷

92 Zie voor de wijze waarop rechters te werk gaan bij het bepalen van het grootste financiële belang 7 Newberg on Class Actions § 22:5.

93 In de rechtspraak is een uitzondering gemaakt voor institutionele beleggers, aangezien het doel van de PSLRA nu juist was om hen te stimuleren als lead plaintiff op te treden.

94 Zie Hazen, 4 Law Sec. Reg., § 12.15[1][A][2].

95 Zie Hazen, 4 Law Sec. Reg., § 12.15[1][A][3].

96 Zie Hazen, 4 Law Sec. Reg., § 12.15[1][B].

97 Zie Hazen, 4 Law Sec. Reg., § 12.15[1][C].

In s.21D(a)(7) zijn enkele voorschriften opgenomen voor het geval een collectieve schikking wordt getroffen. De voorwaarden van de voorgestelde schikking dienen aan de class-leden bekend te worden gemaakt. Het gaat hierbij om: (i) het totale schikkingsbedrag en het gemiddelde bedrag per aandeel; (ii) de potentiële schadevergoeding per aandeel indien eisers op alle punten in het gelijk zouden worden gesteld⁹⁸; (iii) een verklaring omtrent het bedrag dat aan advocaten als vergoeding van kosten of beloning zal worden betaald, indien dit bedrag ten laste komt van het schikkingsbedrag; (iv) contactgegevens van de *class*-advocaat; (v) de redenen voor het treffen van een schikking; en (vi) overige informatie die de rechter noodzakelijk acht.

In de literatuur zijn de meningen over de vraag of de wijzigingen van de PSLRA ter zake van de selectie en rol van de lead plaintiff het beoogde effect hebben gehad, verdeeld.⁹⁹

Op grond van de Class Action Fairness Act van 2005 geldt dat de federale rechter exclusief bevoegd is in class action-procedures waarin het totale financiële belang groter is dan vijf miljoen dollar, exclusief rente en kosten.¹⁰⁰ Er geldt echter een uitzondering voor zaken die uitsluitend gebaseerd zijn op schending van het effectenrecht.¹⁰¹ Indien een claim op grond van het effectenrecht slechts een onderdeel is van de totale claim, is de Class Action Fairness Act wel van toepassing.

98 Waarbij nog een onderscheid wordt gemaakt tussen de situatie dat partijen het eens zijn over de gemiddelde schade per aandeel die voor vergoeding in aanmerking komt als eisers op alle punten in het gelijk zouden worden gesteld, en de situatie waarin partijen het hierover oneens zijn. In het laatste geval dient iedere schikkende partij een verklaring af te leggen over de kwesties waarover partijen van mening verschillen.

99 In de zaak *In re Molson Coors Brewing Co. Securities Litigation*, 233 F.R.D. 147, 149 (D.Del. 2005) wordt de selectie van de lead plaintiff en de advocaat beschreven als een “money race” voor de advocaten. De rechter heeft de indruk dat advocaten nog steeds het heft in handen hebben. Zeer kritisch over de PSLRA als geheel is Cummings 2005, p. 979–1072. Aanzienlijk positiever zijn Cox & Thomas 2009, p. 186 op grond van de meest recente empirische studies.

100 28 U.S.C.A. § 1332(d).

101 28 U.S.C.A. § 1332(d)(9)(A) en 1332(d)(9)(C); Hazen, 4 Law. Sec. Reg., § 12.15[3].

Hoofdstuk 4

KOERSGERELATEERDE SCHADE

4.1 Inleiding

Een uitgevende instelling kan door schending van haar informatieverplichtingen het beleggende publiek misleiden. In hoofdstuk 2 heb ik een ruime interpretatie geven aan het begrip misleiding. Daaronder valt een misleidend prospectus, misleidende periodieke verslagen¹, niet-naleving van de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen, en onverplichte openbaarmaking van misleidende ad-hocberichten. Een belegger kan schade lijden als gevolg van een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap. Dit is in de eerste plaats het geval als de transactie die hij heeft verricht in de effecten van de uitgevende instelling zonder de misleiding tegen een *gunstigere marktprijs* tot stand zou zijn gekomen. In de tweede plaats kan een belegger schade lijden als hij de transactie zonder de misleiding in het geheel niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende mogelijk *gunstigere marktprijs*). Ik heb dit twee modaliteiten van ‘transactiecausaliteit’ genoemd (§ 2.5.3.b). Bij de tweede modaliteit is niet vereist dat de marktprijs was beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken, bij de eerste modaliteit wel.

In § 4.4 van dit hoofdstuk zal worden onderzocht welke schade *feitelijk* het gevolg is van een misleidende voorstelling van zaken. Hierbij zal gebruik worden gemaakt van de methode van vermogensvergelijking, die inhoudt dat de werkelijke vermogenstoestand wordt vergeleken met de vermogenstoestand zoals die zonder de misleiding zou zijn geworden (§ 2.5.2.b). Ten behoeve van die analyse ga ik eerst in op de vraag hoe de beurskoers kan worden beïnvloed door misleiding van het beleggende publiek (§ 4.2) en beschrijf ik een raamwerk waarmee de onzuiverheid van de koers inzichtelijk kan worden gemaakt (§ 4.3). Deze opstap is onder meer nuttig om inzichtelijk te maken welke schade een belegger lijdt die zonder de misleiding de beleggingstransactie tegen een *gunstigere marktprijs* zou hebben verricht. Bij de analyse in § 4.4 zal ik de vereenvoudigende veronderstelling hanteren dat de beurskoers was beïnvloed door de misleiding. Hierdoor is per definitie één van beide modaliteiten van transactiecausaliteit op de belegger van toepassing. Anders gezegd is per definitie aan de eerste schakel van het csqn-verband voldaan. In hoofdstuk 5 wordt deze vereenvoudigende veronderstelling

1 Gedacht kan ook nog worden aan niet-tijdige openbaarmaking van periodieke verslagen.

losgelaten. Het enkele feit dat er sprake was van misleiding van het beleggende publiek, betekent immers nog niet dat de koers ook werd beïnvloed.

De schade die *feitelijk* het gevolg is van een misleidende voorstelling van zaken is niet noodzakelijk gelijk aan de schade die *rechtens* voor vergoeding in aanmerking komt. Het juridische kader van afdeling 6.1.10 BW bepaalt de omvang van de rechtens vergoedbare schade (§ 4.5 en 4.6).

Ik merk op dat in het onderstaande de vraag welke schade feitelijk wordt geleden gescheiden wordt behandeld van de vraag welke schade rechtens voor vergoeding in aanmerking komt. Dit is wat kunstmatig, omdat een rechter de vraagstukken van causaliteit en schade meteen zal plaatsen in het juridische kader van afdeling 6.1.10 BW. Toch bevordert het mijns inziens het inzicht indien in geval van misleidende berichtgeving op de beurs eerst wordt onderzocht wat de schade is die feitelijk het gevolg is van de misleiding, aangezien de analyse in de Nederlandse rechtspraak en literatuur op dit punt mijns inziens tekort schiet. Verder wordt dan het meest duidelijk waarin de juridische normering eventueel een beperking aanbrengt in de vergoedbare schade.

4.2 Prijsvorming en marktefficiëntie

4.2.1 Inleiding

Indien moet worden vastgesteld of en in welke mate beleggers schade hebben geleden als gevolg van misleiding, is het zinvol te analyseren op welke wijze misleidende berichtgeving effect heeft op de beurskoers. Zo speelt onder meer de vraag of en zo ja op welke wijze beleggers (rechtens vergoedbare) schade kunnen lijden als gevolg van aan- of verkoop indien zij zelf geen kennis hebben genomen van de misleidende berichtgeving.

4.2.2 De efficiënte markthypothese (EMH)

Financieel economen hebben in de jaren zestig van de vorige eeuw de zogenaamde ‘efficiënte markthypothese’ (EMH) ontwikkeld.² De hypothese houdt in dat de marktprijs van een effect dat actief wordt verhandeld de informatie die betrekking heeft op dat effect zal weerspiegelen. Traditioneel worden drie vormen van de efficiënte markthypothese onderscheiden: de zwakke vorm, de semi-sterke vorm en de sterke vorm.³

2 De hypothese werd ontwikkeld in het baanbrekende artikel van Fama (1970) in de *Journal of Finance*.

3 Zie voor een introductie ook Brealy & Myers 2007, § 13.2. Zie voor een recente Nederlandstalige bespreking Nelemans 2007, p. 19–30.

Volgens de zwakke vorm van de EMH weerspiegelt de huidige marktprijs van een effect de informatie die besloten ligt in de historische prijzen voor dat effect. Indien de zwakke vorm van de EMH geldig is, kunnen beleggers geen beter dan gemiddeld/normaal rendement realiseren door te handelen op basis van prijspatronen in het verleden (technische analyse). Kennis van prijzen uit het verleden zal niet helpen om te voorspellen of de koers in de toekomst hoger of lager zal zijn.⁴ Deze versie van de EMH is niet onaannemelijk, nu informatie over historische prijzen goedkoop en gemakkelijk beschikbaar is.⁵ Indien op basis van bepaalde historische wetmatigheden stelselmatig beter dan gemiddelde rendementen konden worden behaald, zouden rationele partijen een investeringsportfolio kunnen samenstellen waarmee een risicoloze overwinst kan worden behaald. Deze situatie kan echter door de druk van het marktmechanisme niet blijven voortduren.

De semi-sterke versie van de EMH bouwt voort op de zwakke versie, maar incorporeert een grotere verzameling informatie. De hypothese houdt in dat de marktprijs *alle publiekelijk* beschikbare informatie zal weerspiegelen. In de Verenigde Staten is veel effectenrechtelijke regelgeving en rechtspraak gebaseerd op de gedachte dat deze vorm van de EMH opgeld doet. Een belangrijk voorbeeld hiervan voor het onderhavige onderzoek is het arrest *Basic v. Levinson* uit 1988, dat de basis legde voor de *fraud-on-the-market*-theorie waarmee de bewijslast voor beleggers wordt verlicht (zie § 5.3.2.g).

De sterke vorm van de EMH houdt in dat de marktprijs van een effect alle informatie over de onderneming weerspiegelt, of die nu openbaar is of niet. Uit onderzoek is gebleken dat handel met voorwetenschap resulteert in systematisch hogere rendementen⁶, terwijl dit op basis van de sterke vorm van de EMH niet zou kunnen. Algemeen wordt aangenomen dat de sterke versie van de EMH onjuist is. Indien dit anders was, zou veel regelgeving inzake de effectenhandel ook overbodig zijn.

De geldigheid van de zwakke en semi-sterke versie van de EMH wordt gebaseerd op een drietal veronderstellingen.⁷ Het eerste is dat beleggers rationeel handelen en derhalve effecten op rationele wijze waarderen. Ten tweede geldt dat voor zover er beleggers zijn die irrationeel handelen, hun transacties niet gerelateerd zullen zijn en op geaggregeerd niveau elkaar daarom zullen opheffen. Het derde argument is dat voor zover beleggers toch op dezelfde wijze irrationeel handelen, de invloed daarvan op de aandelenkoersen wordt weggenomen door rationeel handelende arbitrageurs.

Rationeel handelende beleggers kennen aan een effect een waarde toe die overeenkomt met de (netto-)contante waarde van de toekomstige kasstromen op

4 Anders gezegd is de ontwikkeling van het prijsverloop te kenschetsen als een zogenaamde “*random walk*”.

5 Choi & Pritchard 2005, p. 34.

6 Zie reeds Fama 1970, p. 409–413.

7 Shleifer 2000, p. 2.

dat effect.⁸ Nieuwe informatie over de fundamentele waarde van de onderneming zal snel worden verwerkt in de beurskoers. De prijs zal worden opgedreven indien het goed nieuws is, en neerwaarts worden bijgesteld als het slecht nieuws is. In de eerste financieel-economische modellen over de EMH werd aangetoond dat in competitieve markten met rationele, risiconeutrale beleggers de beleggingsrendementen onvoorspelbaar waren; de beurskoersen volgen een *random walk*. In latere modellen is ook rekening gehouden met verschil in risicohouding tussen beleggers. Deze modellen voorspellen geen *random walk* in het verloop van de koersen, maar de veronderstelling van rationaliteit heeft nog steeds tot het gevolg dat het niet mogelijk is om systematisch beter dan gemiddelde rendementen te behalen (gecorrigeerd voor de risicohouding).

Zoals gezegd zullen markten volgens de EMH ook efficiënt kunnen zijn indien bepaalde beleggers niet rationeel handelen, ofwel omdat irrationele beleggingsbeslissingen die niet gecorreleerd zijn elkaar op geaggregeerd niveau opheffen, ofwel omdat de invloed van die beslissingen door arbitrage worden geneutraliseerd. Hoe werkt dit mechanisme van arbitrage? Sharpe & Alexander definiëren arbitrage als “*the simultaneous purchase and sale of the same, or essentially similar, security in two different markets at advantageously different prices*”.⁹ Stel dat bijvoorbeeld een bepaald aandeel overgewaardeerd is ten opzichte van zijn onderliggende fundamentele waarde als gevolg van aankopen door ongeïnformeerde of irrationele beleggers. In dat geval kunnen beleggers (arbitrageurs) dit aandeel *short* verkopen en tegelijkertijd in essentie vergelijkbare aandelen kopen om hun risico af te dekken. Als zulke substitueerbare aandelen beschikbaar zijn en verhandeld kunnen worden door arbitrageurs, kunnen zij winsten behalen, doordat zij een shortpositie houden in de overgewaardeerde aandelen hebben en een longpositie in de goedkopere, maar vergelijkbare aandelen. Het effect van dit mechanisme is dat er door de short-verkopen een neerwaartse druk ontstaat op de koers van het overgewaardeerde aandeel, waardoor de prijs dichter bij de fundamentele waarde komt te liggen. Indien het arbitragemechanisme snel en effectief werkt door de beschikbaarheid van substitueerbare effecten, en arbitrageurs onderling concurreren, dan kan de aandelenkoers niet veel afwijken van zijn fundamentele waarde.

Het arbitragemechanisme heeft volgens de theorie ook tot gevolg dat de groep beleggers die niet-rationeel handelt en een overgewaardeerd aandeel koopt op de lange termijn van de markt zal worden verdreven. Deze beleggers lijden in vergelijking met passieve of rationele beleggers immers verliezen. Voor zover door het arbitragemechanisme de invloed van irrationeel handelende beleggers

8 De contante waarde is de waarde op dit ogenblik van een later te ontvangen bedrag. Indien ik bijvoorbeeld over een jaar een bedrag van € 105 ontvang, is de waarde daarvan op dit moment € 100, uitgaande van een discontovoet van 5% op jaarbasis. Dit is in te zien doordat een bedrag van € 100 bijvoorbeeld op een spaarrekening kan worden gezet tegen 5% rente, zodat het over een jaar € 105 waard is.

9 Sharpe & Alexander 1990.

niet onmiddellijk neutraliseert, zullen marktkrachten de welvaart van die groep beleggers uithollen.

4.2.3 Kritiek op de EMH

Hoewel geen overtuigend bewijs is gevonden tegen zwakke of semi-sterke efficiëntie, worden in de financieel-economische literatuur kritische kanttekeningen geplaatst bij de geldigheid van de EMH.¹⁰

De moeilijkheid bij het toetsen van de EMH is dat hiervoor een onderliggende theorie vereist is die voorspelt wat de werkelijke waarde van de effecten zou moeten zijn. Er wordt dus eigenlijk een dubbele hypothese getoetst: de efficiëntie van de markt alsmede de onderliggende theorie over de fundamentele waarde van de effecten. Indien de werkelijke prijs afwijkt van de door het model voorspelde prijs, kan dit zowel betekenen dat de markt niet efficiënt was als dat het model niet goed was gespecificeerd.¹¹

Critici wijzen er verder op dat het hierboven beschreven arbitragemechanisme niet altijd optimaal werkt. Zo kunnen er beperkingen zijn in de mogelijkheden om aandelen *short* te verkopen. Een arbitrageur moet aandelen ‘lenen’ om de aandelen die *short* zijn verkocht te kunnen leveren. Indien het desbetreffende aandeel niet geleend kan worden, of indien hoge kosten verbonden zijn aan het lenen, vormt dit een beletsel voor arbitrage. Een ander probleem is dat er grote risico’s verbonden kunnen zijn aan een arbitragestrategie. De verwachtingen die de basis vormen voor de overwaardering van het aandeel zouden op middellange termijn stand kunnen houden, en zelfs kunnen leiden tot een verdere prijsstijging. Indien de arbitrageur dan zijn shortpositie moet *coveren* voordat de irrationele of ongeïnformeerde beleggers de markt uit zijn gedrukt, kan zijn strategie averechts werken. De uitlener zal veelal hebben bedongen dat hij te allen tijde de uitgeleende aandelen kan terugvorderen (*recalling*).¹² Indien de arbitrageur een professionele fondsbeheerder is, kunnen negatieve rendementen ertoe leiden dat beleggers hun geïnvesteerde vermogen terugtrekken uit het fonds. Dit vooruitzicht kan zelfs voldoende zijn voor een fondsbeheerder om nimmer een shortpositie in te nemen, met als gevolg dat de onjuiste prijsvorming blijft voortduren.

In de jaren negentig van de vorige eeuw was bovendien het vakgebied van de *behavioral finance* in opkomst. Economen deden – mede met behulp van inzichten uit de psychologie – onderzoek naar irrationaliteit bij beleggingsbeslissingen en de gevolgen daarvan voor het functioneren van financiële markten.¹³ Met behulp van de ontwikkelde modellen konden veel van de waargenomen anomalieën worden verklaard. Uit het economisch onderzoek blijkt dat beleggers soms te optimistisch

10 Zie bijv. Dunbar & Heller 2006; zie voor een overzicht tevens Nelemans 2007, p. 22–29.

11 Zie bijv. Fama 1991, p. 1575–1576; Brav & Heaton 2003, p. 525.

12 Raaijmakers 2007, p. 16.

13 Zie ook Raaijmakers 2009, p. 435–436 met verdere verwijzingen.

zijn, en hun vermogen om goede investeringsbeslissingen te nemen overschatten. Beleggers kunnen ook onvoldoende aandacht besteden aan minder spectaculaire, maar toch belangrijke informatie, en te veel aandacht aan recente, in het oog springende informatie. Direct na bekendwording van een beurschandaal kunnen beleggers doorschieten in hun pessimisme over het beleggen in aandelen. Een ander psychologisch verschijnsel is dat beleggers verliesgevend effecten te lang vasthouden om maar te voorkomen dat zij een verlies moeten nemen (*loss aversion*). Het omgekeerde doet zich ook voor: dat beleggers bovenmatige risico's nemen met geld dat zij onlangs hebben verdiend (*'house-money' effect*).

Bovenstaande mechanismen kunnen leiden tot het ontstaan van een luchtbel (*bubble*). De koersen van aandelen wijken af van de fundamentele, onderliggende waarde van de aandelen, die wordt bepaald door de stroom toekomstige dividenden en vermogensaanwas. Vaak wordt daarbij gewezen op de sterke stijging van de beurs (koersen) aan het einde van de jaren negentig van de vorige eeuw, in het bijzonder ten aanzien van internetbedrijven. De eerste jaren van het tweede millennium was een scherpe daling van de koersen waarneembaar, hetgeen een indicatie is dat er inderdaad sprake was van een hype. Ook in de huidige tijd wordt wel betwijfeld hoe sterk de relatie tussen de koers en het onderliggende fundament is.¹⁴ De kredietcrisis van 2007–2008 heeft verder aangetoond dat koersen lange tijd op een te hoog niveau hebben gestaan, gelet op de werkelijke omvang van de financiële risico's. De koersdalingen die zijn opgetreden in de gehele financiële sector kunnen niet uitsluitend worden toegeschreven aan een welbewust door de financiële instellingen gecreëerde misleidende voorstelling van zaken. Overigens kan men zich afvragen of deze koersdalingen niet eveneens een voorbeeld zijn van een irrationele overreactie.¹⁵

4.2.4 Verfijningen; fundamentele en informationele efficiëntie

De resultaten van economisch onderzoek dwingen tot een verfijning van het begrip marktefficiëntie. Er moet een onderscheid worden gemaakt tussen *fundamentele* en *informationele* efficiëntie. Informationele efficiëntie heeft betrekking op de vraag hoe *snel* nieuwe publiekelijk beschikbare informatie in de marktprijs wordt verwerkt. De marktprijs moet volgens de theorie zo snel reageren op nieuwe informatie dat 'gewone' beleggers geen handelswinsten kunnen maken op basis van die informatie.¹⁶ Fundamentele efficiëntie ziet op de vraag of de informatie (tevens) *correct* in de beurskoers wordt weerspiegeld, zodanig dat "*market prices mirror the best possible estimates, in light of all available information, of the actual economic*

14 Zie bijv. G. van der Have, 'Kuddegedrag stuwt schommelingen', Het Financieele Dagblad 2 augustus 2008, p. 13. In dit artikel wordt gewezen op de koers van het aandeel TomTom, dat in een jaar tijd van € 23 naar € 65 en weer terug naar € 14,80 is geschoten.

15 Volgens Akerlof & Shiller 2009, p. 170 had de markt eerst een te groot vertrouwen, en werd dit gevolgd door een te groot wantrouwen.

16 Zie voor deze omschrijving In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005).

values of securities in terms of their expected risks and returns".¹⁷ De markt kan tegelijk informatieel efficiënt en fundamenteel inefficiënt zijn.¹⁸

Informationele marktefficiëntie is geen noodzakelijke voorwaarde, maar een voldoende voorwaarde voor een onzuivere beurskoers. Bedacht moet worden dat hoe minder het effect verhandeld wordt, hoe minder snel de prijs het laatst beschikbare nieuws weerspiegelt, maar dat zelfs de prijs van effecten die worden verhandeld op een dunne markt (op termijn) zal veranderen in reactie op (misleidend) nieuws.¹⁹ De koers kan verschillende typen informatie bovendien sneller of minder snel weerspiegelen.²⁰ Zo is denkbaar dat nieuws over veelgebruikte financiële gegevens snel in de beurskoers wordt verwerkt, terwijl de markt langzaam kan reageren op niet-frequente, moeilijk te interpreteren nieuwsfeiten, zoals de aankondiging van een nieuwe samenwerking.²¹ Noodzakelijk voor het ontstaan van een onzuivere beurskoers is slechts dat de informatie waarop de misleiding betrekking heeft in de koers werd weerspiegeld op het moment dat de transactie werd verricht. Niet vereist is dat *alle* informatie over de beursvennootschap ook (snel) in de beurskoers wordt verwerkt. Ten slotte is denkbaar dat de snelheid waarmee bepaalde informatie wordt weerspiegeld varieert over de tijd.

Fundamentele marktinefficiëntie kan tot gevolg hebben dat er niet langer sprake is van een verband tussen informatie over de onderneming en de beurskoers. Enerzijds betekent dit dat onbelangrijk nieuws (bezien vanuit de *fundamentals*) toch een grote koersreactie kan veroorzaken, anderzijds dat belangrijk nieuws geen koersreactie hoeft te veroorzaken. Doorgaans zal gelden dat informatie over de onderneming ter zake van toekomstige kasstromen nog wel *een* rol speelt bij de prijsvorming, maar geen exclusieve. Voor het onderhavige onderzoek is met name van belang dat op een fundamenteel inefficiënte markt de koersreactie na een mededeling van de vennootschap geen goede weergave hoeft te zijn van de fundamentele waarde van de informatie in de mededeling.

4.3 Een onzuivere beurskoers

Het verspreiden van koersgevoelige misleidende berichten of het verzwijgen van koersgevoelige informatie *kan* leiden tot een kunstmatig hoge of lage koers, indien er sprake is van een voldoende actieve markt waarin aan- en verkoopbeslissingen worden genomen op basis van die informatie. Indien het misleidende karakter van de mededeling bekend wordt, dan wel indien de achtergehouden informatie alsnog uitlekt, zal de kunstmatige inflatie of deflatie uit de koers verdwijnen. Deze twee

17 Stout 2003, p. 640.

18 Stout 2003, p. 641.

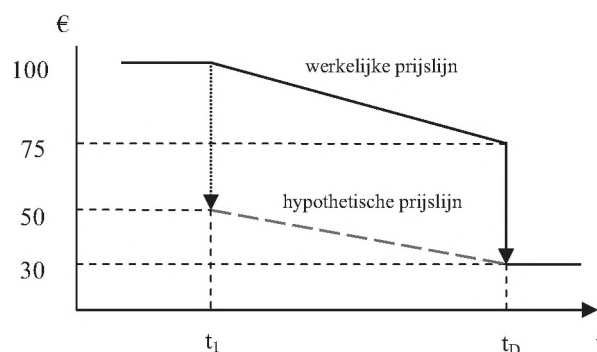
19 Eckstein v. Balcor Film Investors, 8 F.3d 1121 (7th Cir.1993).

20 Barber e.a. 1994, p. 290–291; Gilson & Kraakman 1984, p. 558–559.

21 Barber e.a. 1994, p. 290–295.

gebeurtenissen - een misleidende mededeling of omissie enerzijds en bekendwording van de misleiding in de markt anderzijds - begrenzen een tijdvak waarin de koers kunstmatig hoog of laag is.

Het hierboven bedoelde tijdvak en de kunstmatige inflatie of deflatie kunnen grafisch worden weergegeven met behulp van twee lijnen: de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn. Deze aanpak is ontwikkeld in de Amerikaanse rechtspraak.²² De werkelijke prijslijn geeft de beurskoers op iedere dag van de relevante periode weer. De hypothetische prijslijn geeft de 'zuivere' hypothetische prijs weer die op de markt betaald zou zijn indien geen misleidende voorstelling van zaken gegeven zou zijn. Het is belangrijk om op te merken dat ik de hypothetische prijs niet definieer als de 'werkelijke waarde' van het effect volgens een of andere financieel-economische theorie.²³ Een simpel en gestileerd voorbeeld van het raamwerk is hieronder weergegeven:



De werkelijke prijslijn is relatief eenvoudig te bepalen met behulp van de Officiële Prijscourant van Euronext Amsterdam, maar de hypothetische prijslijn kan slechts worden geschat. In hoofdstuk 5 komt aan de orde hoe het verloop van de hypothetische prijslijn kan worden bepaald.

Het gaat bij het verspreiden van misleidende berichten dan wel het achterhouden van informatie om een voortdurende overtreding. De kunstmatige inflatie of deflatie kan door tijdsverloop in omvang wijzigen, zolang de markt niet bekend is met de werkelijke toestand van de vennootschap. De marktwaarde van de misleidende of achtergehouden informatie kan door externe oorzaken bijvoorbeeld afnemen of toenemen. Hierbij kan worden gedacht aan een oliemaatschappij die beleggers heeft

22 Zie Rechter Sneed in zijn opinie bij *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1341 (9th Cir. 1976).

23 In Amerikaanse literatuur en rechterlijke uitspraken ziet men soms wel dat de *value line* in die zin wordt gedefinieerd, maar dit is mijns inziens onjuist voor het doel waarvoor de *value line* in het kader van een juridische procedure wordt gebruikt: het achterhalen van de hypothetische koers die zonder de onrechtmatige gedraging zou zijn ontstaan. Bij de redelijke toerekening van schade op grond van art. 6:98 BW kan wel betekenis toekomen aan de vraag of de koers een redelijke afspiegeling was van de onderliggende *fundamentals*, of dat er sprake was van een luchtbel in de markt. Zie § 4.5.3.g.

misleid over de bewezen voorraad oliereserves. De waarde van de (onjuiste) informatie hangt mede af van de olieprijs, die dagelijks fluctueert. Een andere reden waarom de omvang van de kunstmatige inflatie of deflatie kan wijzigen, is dat de uitgevende instelling verschillende misleidende mededelingen achter elkaar heeft gedaan of verschillende malen informatie heeft achtergehouden, waardoor de kunstmatige inflatie of deflatie stapsgewijs toe- of afneemt (aangenomen dat de marktwaarde van de informatie constant is).

Hoewel als uitgangspunt geldt dat de kunstmatige inflatie of deflatie uit de koers verdwijnt indien de markt uiteindelijk bekend wordt met de misleidende voorstelling van zaken, kunnen zich enkele bijzondere situaties voordoen. Zo is denkbaar dat een corrigerende mededeling waarin de uitgevende instelling bekend maakt dat de markt is misleid, slechts partieel is. De kunstmatige inflatie of deflatie verdwijnt in zulk een geval slechts gedeeltelijk uit de koers. Een tweede complicatie is de mogelijkheid van een overreactie van de markt na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. In dat geval is de waargenomen koersdaling of -stijging geen goede indicatie voor de omvang van de kunstmatige inflatie of deflatie in de koers. De kunstmatige inflatie of deflatie was in feite kleiner. Na verloop van tijd zal de koers herstellen tot het 'normale' niveau. Ik zal hierna nog ingaan op de juridische vragen die dit verschijnsel van een overreactie oproept (§ 4.5.3.f).

Het bovenstaande raamwerk veronderstelt het bestaan van een secundaire markt voor de effecten, waarbij de marktprijs publiekelijk beschikbare informatie weerspiegelt. Bij een beursgang (IPO) ontstaat vanaf de eerste handelsdag een secundaire markt, hoewel er dan nog sprake kan zijn van onvolkomen marktwerking.²⁴ Op de primaire markt kan er sprake zijn van een uitgiftekoers die te hoog is vastgesteld. Door het gebruik van de hierna te bespreken bookbuilding-methode kan misleidende informatie doorwerken in de uitgiftekoers (§ 4.4.1.k).

4.4 Schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding

4.4.1 Aankoop na een misleidend positieve voorstelling van zaken

a. Inleiding

In deze paragraaf staat de vraag centraal welke schade een belegger *feitelijk* lijdt als gevolg van een misleidende voorstelling van zaken, uitgaande van de methode van vermogensvergelijking (§ 2.5.2.b). Het gaat hier dus nog niet om de vraag in welke omvang deze schade *rechtens* voor vergoeding in aanmerking komt (zie daarover § 4.5 en § 4.6).

Ik analyseer eerst het geval van schade als gevolg van een misleidend *positieve* voorstelling van zaken. De misleidende voorstelling van zaken kan worden

24 Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam 3 mei 2007, JOR 2007/154 (World Online), r.o. 2.23.3 en 2.23.5.

veroorzaakt door een prospectus,²⁵ het jaarlijkse of halfjaarlijkse financieel verslag, tussentijdse cijfers, (onverplichte) persberichten, of het niet openbaar maken van negatieve koersgevoelige informatie.²⁶

Hieronder bezie ik eerst de positie van een belegger die (uitsluitend) aankoopt op de *secundaire* markt. Vervolgens zal ik aan het slot van de paragraaf bespreken in hoeverre de analyse moet worden aangepast voor een belegger die (tevens of uitsluitend) aankoopt op de *primaire* markt. De reden dat ik de secundaire markt als uitgangspunt neem, is dat het voorhanden zijn van een door actieve handel tot stand gekomen marktprijs de analyse van de vereisten van causaal verband en schade vereenvoudigt.

Bij beantwoording van de vraag welke schade feitelijk het gevolg is van de misleiding, is het van belang om een onderscheid te maken tussen de twee vormen van transactiecausaliteit (de eerste schakel van het csqn-verband) die ik heb onderscheiden (§ 2.5.3.b).²⁷ De eerste is dat de belegger zonder de misleiding de effecten tegen een lagere marktprijs had gekocht. Ik neem hierna omwille van de analyse aan dat de marktprijs voor de belegger inderdaad lager zou zijn geweest bij de juiste voorstelling van zaken, omdat er anders geen schade kan worden geleden (voortvloeiend uit de misleiding).²⁸ De tweede mogelijkheid is dat de belegger bij een juiste voorstelling van zaken de aankoop niet had verricht. Voor het ontstaan van schade is niet vereist dat de aankoopprijs was beïnvloed door de misleiding, zodat hierover ook geen vereenvoudigende veronderstelling hoeft te worden gehanteerd.

Ik begin de analyse vanuit het perspectief van een belegger die de aankoop-transactie zonder de misleiding wel zou hebben verricht, maar tegen een lagere marktprijs. Binnen deze modaliteit van transactiecausaliteit zijn vervolgens nog diverse onderscheidingen te maken. Zo kan een belegger opdracht hebben gegeven om een bepaald *aantal* effecten te kopen, of om voor een bepaald *bedrag* effecten te kopen. Hieronder behandel ik eerst het geval dat de belegger opdracht geeft om een bepaald *aantal* effecten te kopen, veronderstellend dat zonder de onrechtmatige gedraging hetzelfde aantal zou zijn gekocht (maar tegen de dan geldende lagere marktprijs). Dit zou realistisch kunnen zijn voor beleggers die een specifiek aantal effecten wensen te bezitten met het oog op zeggenschapsverhoudingen, beoogde fiscale voordelen, of die verplichtingen moeten afdekken (zoals *short sellers*,

25 Zie bijv. HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.),

26 Zie bijv. Rb. Amsterdam 17 september 2009, LJN: BJ7905 (FortisEffect c.s./Staat c.s.).

27 Eigenlijk is er nog een derde geval, namelijk dat de zittende belegger door de misleidend positieve voorstelling niet tot verkoop van zijn effecten is overgaan, terwijl hij ze anders wel had verkocht. De misleidende passage moet dan van doorslaggevende betekenis zijn geweest voor het aanhouden van de effecten. Dit zal zeer moeilijk aan te tonen zijn. Daarnaast moet worden bedacht dat bij een juiste voorstelling van zaken de belegger direct met een waardedaling geconfronteerd zou zijn, zodat hij zijn effecten tegen een lagere koers had verkocht. Het is dus onwaarschijnlijk dat de belegger schade heeft geleden als gevolg van de misleiding. Evenzo Van Andel & Rutten 2008, p. 180–181. Ik besteed daarom in dit onderzoek verder geen aandacht aan dit geval.

28 De eerste schakel van het csqn-verband (transactiecausaliteit) is dus gegeven. Het is echter in een procedure aan de belegger om dit te stellen en bij betwisting te bewijzen, zie daarover hoofdstuk 5.

waarover nog afzonderlijk § 4.4.1.l). Daarnaast wordt er bij emissies ingeschreven in aantallen (§ 4.4.1.k). Het geval waarin de belegger opdracht geeft om voor een bepaald *bedrag* effecten te kopen komt aan de orde in § 4.4.1.h. Dit is een realistische benadering voor veel particuliere beleggers die niet geïnteresseerd zijn in specifieke aantallen effecten.

De positie van een belegger die zonder de misleiding de aankoop geheel niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende, mogelijk lagere marktprijs), komt aan de orde in § 4.4.1.i. Vervolgens ga ik nog kort in op het geval dat de aankoop zonder de misleiding *gedeeltelijk* zou zijn verricht (tegen de dan geldende, mogelijk lagere marktprijs), in die zin dat de belegger een minder groot aantal van de effecten zou hebben gekocht, of voor een lager totaalbedrag effecten zou hebben gekocht (§ 4.4.1.j).²⁹

b. Aankoop tegen lagere marktprijs; kunstmatige inflatie en schade

Een belegger die een effect koopt op het moment dat de koers als gevolg van een misleidende voorstelling van zaken kunstmatig hoog is, betaalt een hogere prijs dan in de situatie dat er geen misleidende voorstelling van zaken was gegeven. In zoverre zou men kunnen denken dat de belegger op het moment van aankoop direct vermogensschade lijdt (een verlies³⁰ in de zin van art. 6:96 lid 1 BW). Men gaat dan uit van de *intrinsieke* (of *werkelijke*) waarde van het effect om het ontstaansmoment van schade te bepalen.³¹ Hoewel ik deze benadering niet onverdedigbaar acht, pleit ik in geval van misleiding op de effectenbeurs voor een andere benadering. Genoteerde effecten hebben een objectieve marktprijs die tot stand komt door een zeer groot aantal dagelijkse transacties. Een individuele belegger heeft in beginsel geen invloed op de prijs. Er valt niet over te onderhandelen. Indien ‘de markt’ nog niet op de hoogte is van de misleiding, houdt de belegger op het moment van aankoop een effect met een *marktwaarde* gelijk aan de aankoopprijs. Het vermogen is op dat moment nog niet afgenomen (uitgaande van de marktwaarde), zodat het mijn voorkeur heeft om te oordelen dat op het moment van aankoop nog geen vermogensschade wordt geleden.³² Op het moment dat de kunstmatige inflatie uit de koers verdwijnt terwijl de belegger de effecten nog houdt, treedt de op het moment

²⁹ Andere factoren hebben dan meegespeeld bij de beslissing om de effecten te kopen.

³⁰ Zoals uiteengezet in § 2.5.2.a, onderscheid ik in dit onderzoek geen andere verschijningsvormen van vermogensschade dan een geleden verlies en gederfde winst.

³¹ De intrinsieke waarde wordt hier dan gezien als de waarde die door de markt aan het effect zou worden toegekend op basis van volledige, juiste en tijdige informatie. De intrinsieke waarde zou ook op basis van bepaalde waarderingsmethoden kunnen worden bepaald, zoals de discounted cash flow-methode, maar het lijkt mij dat het oordeel van de markt over de waarde van het effect als uitgangspunt zou moeten gelden. Evenzo Van Andel & Rutten 2008, p. 180.

³² Overigens zijn de transactiekosten over het te veel betaalde bedrag (indien die kosten een percentage van het aankoopbedrag zijn) wél als vermogensschade te kwalificeren, indien de belegger het op het moment van aankoop te veel betaalde bedrag niet zou hebben belegd. Deze schade treedt direct in, zij het dat de belegger eerst later met deze schade bekend kan worden.

van aankoop latente schade in. Men zou het ook aldus kunnen zeggen dat de schade zich dan materialiseert.

De rechtspraak van de Hoge Raad is niet geheel duidelijk over de vraag of op het moment van aankoop al vermogensschade wordt geleden. In het arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank³³ wordt overwogen:

“Het redelijkerwijs te verwachten gevolg van de (...) bedrieglijke en veel te gunstige jaarstukken (...) is, dat de koers van de pandbrieven van de Bank de werkelijke waarde zal te boven gaan en dat een belegger als Aeilkema schade *zal lijden* door aankoop van pandbrieven der Bank tegen een koers, welke de werkelijke waarde overtreft.”
[cursivering BdJ]

De Hoge Raad lijkt niet te oordelen dat op het moment van aankoop al rechtens vergoedbare schade *wordt geleden* als de koers de werkelijke waarde overtreft. De Hoge Raad ging ervan uit dat belegger Aeilkema twee pandbrieven had gekocht tegen een koers van 100%, terwijl de pandbrieven “*later zijn gebleken zo goed als waardeloos te zijn*”. Aeilkema had schadevergoeding gevorderd op te maken bij staat en dus geen stelling ingenomen over de aard en het ontstaansmoment van zijn schade. Dit bemoeilijkt de uitleg van dit arrest ter zake van het ontstaansmoment van de vermogensschade. Het processuele debat was niet toegespitst op de hier geanalyseerde vraag. In de Verenigde Staten heeft de Supreme Court wel duidelijk positie ingenomen. Op het moment van aankoop wordt geen vermogensschade geleden (zie ook § 4.5.3.i).³⁴

“Normally, in cases such as this one (i.e., fraud-on-the-market cases), an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss. For one thing, as a matter of pure logic, at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss; the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that *at that instant* possesses equivalent value. Moreover, the logical link between the inflated share purchase price and any later economic loss is not invariably strong. Shares are normally purchased with an eye toward a later sale. But if, say, the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss.”

De Supreme Court is wel erg stellig (“as a matter of pure logic”), maar de benadering spreekt mij op zichzelf aan voor dit type zaken. Vermogensschade wordt geleden na het moment van aankoop in de mate waarin de kunstmatige

³³ HR 11 december 1931, NJ 1932, p. 157 e.v.

³⁴ Dura Pharmaceuticals Inc v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005).

inflatie uit de koers verdwijnt terwijl de belegger zijn effecten nog houdt, en dus voor zijn rekening komt.³⁵

De kunstmatige inflatie kan op verschillende manieren uit de koers verdwijnen. Het meest voor de hand liggend is dat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, bijvoorbeeld door een corrigerende mededeling van de uitgevende instelling. Hierdoor zal in beginsel een koersdaling optreden.³⁶ De koers valt immers terug naar het niveau dat overeenkomt met de waardering die de markt voor de onderneming heeft op basis van de juiste informatie. De *residuele* koersdaling definieer ik als de waardedaling die het gevolg is van de bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Het gaat hier om de koersdaling gecorrigeerd voor niet aan (de bekendwording van) de waarheid gerelateerde informatie, zoals algemeen-economische, sector-specifieke en overige bedrijfsspecifieke informatie die op hetzelfde moment bekend wordt.

De werkelijke toestand van de vennootschap kan overigens ook gefaseerd bekend kan worden, zodat er meerdere (residuele) koersdalingen zullen optreden. Denkbaar is voorts dat de kunstmatige inflatie geleidelijk uit de koers verdwijnt, zodat een scherpe koersdaling niet zal worden waargenomen.

De kunstmatige inflatie kan ook (gedeeltelijk) uit de koers verdwijnen doordat *externe factoren* inwerken op de informatie waarop een misleidende mededeling betrekking heeft, of op de informatie die ten onrechte is achtergehouden. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de invloed van de olieprijs (een externe factor) op mededelingen over de omvang van de oliereserves van de uitgevende instelling.

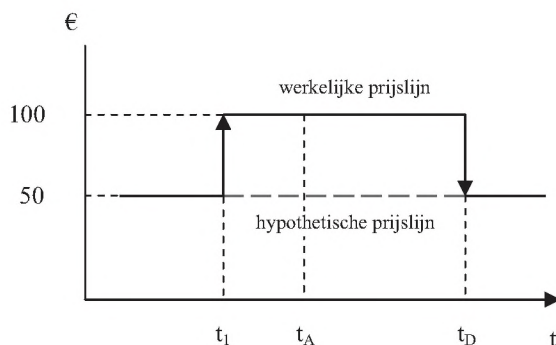
Het bovenstaande maakt duidelijk dat de kunstmatige inflatie in de koers over de tijd kan variëren. Om te bepalen wat de omvang is van de schade die beleggers lijden als gevolg van de misleidende voorstelling van zaken, kan een onderscheid worden gemaakt tussen drie gevallen: (i) een in de tijd constante kunstmatige inflatie, (ii) een in de tijd afnemende kunstmatige inflatie, (iii) een in de tijd toenemende kunstmatige inflatie.

c. Aankoop tegen lagere marktprijs; omvang kunstmatige inflatie constant

Indien de kunstmatige inflatie constant is gedurende de periode dat de markt wordt misleid, zal bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap op een later moment leiden tot een (residuele) koersdaling die even groot is als het te veel betaalde bedrag bij aankoop. In zulk een geval geldt dat het te veel betaalde bedrag bij aankoop gelijk is aan het latere (koers)verlies, aangenomen dat de belegger het effect is blijven houden tot na bekendwording van de waarheid. Grafisch ziet dit er bijvoorbeeld als volgt uit:

35 Bovendien kan er nog sprake zijn van gederfde winst op het bedrag van de kunstmatige inflatie, zie hierna § 4.4.1.c.

36 Dit is slechts anders indien de waarde van de misleidende informatie tot nihil is gedaald, of als de bekendwording van het slechte nieuws in de tijd samenvalt met een gunstig bericht, waardoor de koers per saldo gelijk blijft of stijgt.



In bovenstaande figuur staat de koers in het tijdvak van t_1 tot t_D (het moment van *disclosure*) op een onzuiver hoog niveau van € 100. De zuivere waarde is € 50. De belegger koopt op het moment t_A aandelen. Met behulp van het eerder geïntroduceerde raamwerk van de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn kan de schade (D , van *damage*) dan op basis van de methode van vermogensvergelijking aldus worden uitgedrukt:

$$D = A * (WP_A - HP_A) * (1 + r_{alt}) \quad (1)$$

Hier is D de schade van de belegger; A het aantal aangekochte effecten; WP_A de werkelijke prijs op het moment van de aankoop (€ 100); HP_A de hypothetische prijs op het moment van de aankoop (€ 50), en r_{alt} het hypothetische alternatieve rendement dat op het voor de aangekochte aandelen te veel betaalde bedrag zou zijn behaald vanaf het moment van aankoop tot aan het moment van bekendwording van de waarheid.³⁷ De term $(WP_A - HP_A)$ is de kunstmatige inflatie per effect op het moment van aankoop, bepaald door het verticale verschil tussen de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn (in casu: € 50). Het totale nadeel is het product van het aantal aangekochte effecten A , de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop $(WP_A - HP_A)$, en het alternatieve rendement $(1 + r_{alt})$ dat op dit te veel betaalde bedrag zou zijn behaald tot aan het moment van bekendwording van de waarheid. Indien de belegger bijvoorbeeld één aandeel heeft gekocht en het alternatieve hypothetische rendement gelijk was aan 2%, is in het gegeven

³⁷ Deze formule kan worden afgeleid door vergelijking van de vermogenstoestand zoals deze in werkelijkheid is na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap, met de hypothetische vermogenstoestand zoals deze geweest zou zijn zonder de onrechtmatige daad. De schade is dus met andere woorden gelijk aan het verschil tussen het beleggingsresultaat zonder de onrechtmatige daad en het beleggingsresultaat met de onrechtmatige daad. Uitgeschreven komt dit neer op $D = [A * WP_{actueel} + A * (WP_A - HP_A) * (1 + r_{alt}) - (A * HP_A + A * (WP_A - HP_A))] - [A * WP_{actueel} - A * WP_A]$. Herschrijven van termen geeft het resultaat in de hoofdttekst. Omwille van de eenvoud veronderstel ik dat de aandeelhouders op één moment aandelen hebben gekocht in de periode dat er sprake was van kunstmatige inflatie.

voorbeeld de totale feitelijke schade $(1 * (100 - 50) * 1,02 =) € 51$. Men zou dit bedrag kunnen uitsplitsen in een verlies van € 50 en gedeelde winst van € 1.

Praktisch gezien zal het niet eenvoudig zijn om de term $(WP_A - HP_A)$ te schatten, en nog moeilijker om het alternatieve rendement r_{alt} te bepalen. Hierna abstraheer ik gemakshalve van het hypothetische alternatieve rendement r_{alt} . Men kan dit zien als een veronderstelling dat het rendement gemiddeld genomen nul is. De formule versimpelt dan tot:

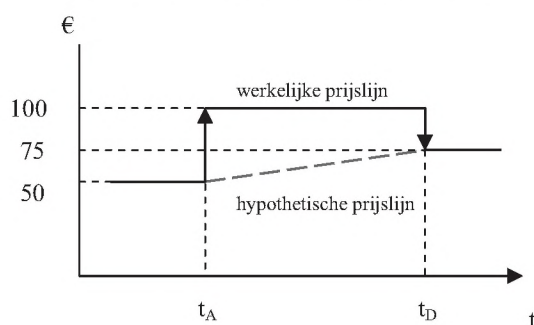
$$D = A^*(WP_A - HP_A) \quad (2)$$

Uit het voorgaande blijkt dat de vermogensschade (na bekendwording van de waarheid) kan worden *begroot* op het bedrag dat bij aankoop te veel werd betaald, maar niet *wordt geleden* op het moment van aankoop. Eigenlijk kan men zeggen dat de schade wordt begroot op het bedrag aan kunstmatige inflatie dat tot aan het relevante tijdstip uit de koers is gelopen en voor rekening van de belegger is gekomen.

Indien de belegger effecten heeft *verkocht* voorafgaand aan de residuele koersdaling, dan heeft de schade op de verkochte effecten zich niet gematerialiseerd.³⁸

d. Aankoop tegen lagere marktprijs; omvang kunstmatige inflatie neemt af

Denkbaar is ook dat de kunstmatige inflatie *afneemt* na het moment van aankoop. Te denken valt aan het voorbeeld dat de olievoorraden van een olieproducent te hoog worden voorgesteld, terwijl de olieprijs vervolgens daalt. Indien de omvang van de kunstmatige inflatie afneemt, zal de residuele koersdaling na bekendwording van de waarheid kleiner zijn dan het bedrag dat bij aankoop per aandeel te veel werd betaald. Grafisch gezien komt dit geval erop neer dat de prijslijn en de hypothetische prijslijn naar elkaar toebewegen, waardoor de verticale afstand tussen beide lijnen steeds kleiner wordt. Een voorbeeld van een afnemende kunstmatige inflatie is hieronder weergegeven:



³⁸ Hoogstens kan op het te veel betaalde bedrag voor die effecten een rendement zijn misgelopen vanaf het moment van aankoop tot aan het moment van verkoop. Wel valt erop te wijzen dat opnieuw transactiekosten zullen worden gemaakt gebaseerd op de (te hoge) verkoopprijs.

De kunstmatige inflatie in het tijdvak van t_A tot t_D neemt door externe factoren af van € 50 naar € 25. Op moment t_D wordt de waarheid bekend en verdwijnt de resterende kunstmatige inflatie van € 25 uit de koers. Ik heb aangenomen dat de belegger het effect koopt op moment t_A .

De schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding is nog steeds het bedrag dat door de belegger bij aankoop te veel werd betaald voor het effect zoals weergegeven door formule (2), aangenomen dat de belegger het effect is blijven houden tot het moment waarop de kunstmatige inflatie volledig uit de koers is verdwenen.³⁹ Niet van belang is of het gaat om een misleidend positieve mededeling die leidt tot een koersstijging (omdat beleggers hun verwachting aanpassen), dan wel om het verzwijgen van negatieve koersgevoelige informatie waardoor de koers niet neerwaarts wordt bijgesteld.⁴⁰ In bovenstaand voorbeeld zou men wellicht kunnen denken dat de schade per verkregen effect gelijk is aan het verschil tussen aankoopprijs en koers na bekendwording van de waarheid ($100 - 75 = € 25$), maar dit is onjuist. Bedacht moet worden dat de belegger zonder de misleiding een effect had verkregen voor € 50 dat daarna een koerswinst van € 25 zou hebben gerealiseerd. De belegger heeft door de misleiding echter geen koerswinst van € 25, maar een koersverlies van € 25 per effect. In totaal is de schade dus € 50 per effect.

Een complicatie doet zich voor indien de belegger effecten verkoopt *voordat* de waarheid bekend is geworden. Indien de kunstmatige inflatie in de koers is afgenomen tussen het moment van aan- en verkoop, is ook op de verkochte effecten schade geleden.⁴¹ Het feitelijk geleden nadeel kan in het algemeen aldus worden uitgedrukt:

$$D = A * (WP_A - HP_A) - V * (WP_V - HP_V) \quad (3)$$

D , A , WP_A en HP_A hebben dezelfde betekenis als hiervoor; V is het aantal verkochte effecten; WP_V is de marktprijs van de effecten op het moment van de verkoop; en HP_V is de – lagere – hypothetische prijs van de effecten op het moment van

39 Dit valt in te zien doordat de formule die op basis van de methode van vermogensvergelijking is afgeleid voor de omvang van het feitelijke nadeel, $D = A * (WP_A - HP_A)$, onafhankelijk is van het verloop van de omvang van de kunstmatige inflatie na de aankoop.

40 Eerder maakte ik in De Jong 2007c, p. 515–516 in dit verband nog wel een onderscheid tussen misleidende positieve mededelingen en het verzwijgen van negatieve informatie. Ten aanzien van het verzwijgen van negatieve informatie merkte ik op dat slechts het bedrag van de residuele koersdaling de feitelijke schade is. Dit is echter niet juist. Indien de onrechtmatige gedraging achterwege was gebleven, had de belegger door aankoop na het moment van de aanvankelijke koersdaling (door het slechte nieuws) namelijk geprofiteerd van het feit dat de marktwaarde van het slechte nieuws daalde (en de koers dus weer steeg, ceteris paribus). Dit voordeel is de belegger ontgaan en staat dus in een csqn-verband met de onrechtmatige daad.

41 Dit is zelfs het geval als de aan- en verkoopprijs van de effecten hetzelfde waren zoals in bovenstaande figuur en het vermogen dus niet is afgenomen. De reden hiervoor is dat zonder de onrechtmatige gedraging op de tussentijds verkochte effecten een verkoopwinst was behaald.

verkoop.⁴² De term $A * (WP_A - HP_A)$ is evenals zojuist de latente schade op het moment van aankoop. Door verkoop van V effecten materialiseert de schade zich op deze verkochte effecten niet geheel. Aangezien de term $(WP_A - HP_A)$ groter is dan de term $(WP_V - HP_V)$, wordt er nog wel schade geleden op de verkochte effecten. Als een belegger al zijn effecten die hij tegen een kunstmatige hoge prijs heeft gekocht vóór bekendwording van de misleiding heeft verkocht ($V = A$), dan versimpelt de berekening tot $D = A * (WP_A - HP_A - (WP_V - HP_V))$. De term $(WP_A - HP_A - (WP_V - HP_V))$ is het verschil tussen de aanvankelijke kunstmatige inflatie per effect bij aankoop en de latere kunstmatige inflatie per effect bij verkoop. Er is dus sprake van gerealiseerde schade op de verkochte effecten indien de kunstmatige inflatie is afgenomen tussen het moment van aankoop en verkoop. Hierna zal nog blijken dat het geen vanzelfsprekendheid is dat dit feitelijk nadeel dat uit de misleiding voortvloeit rechtens krachtens art. 6:98 BW voor vergoeding in aanmerking komt (§ 4.5.3.d). De schade materialiseert zich doordat van de misleiding losstaande *externe factoren* de marktwaarde van de onjuiste of onvolledige informatie beïnvloeden, waardoor de kunstmatige inflatie afneemt. Dit roept de vraag op of *in juridische zin* causaal verband tussen de misleiding en de schade op die verkochte effecten wel aanwezig is.

Gemakshalve is tot nu toe voorondersteld dat er slechts op één moment aandelen worden gekocht, en op één moment effecten (tussentijds) worden verkocht. De analyse wordt gecompliceerder als er op verschillende momenten wordt aangekocht en verkocht in het tijdvak van de misleiding. Ik geef een voorbeeld om dit te illustreren. Stel de belegger koopt twee aandelen op het moment dat er sprake is van een kunstmatige inflatie van € 2 per aandeel. Daarna koopt hij nogmaals twee aandelen als de kunstmatige inflatie is afgenomen tot € 1 per aandeel. Vervolgens verkoopt hij één aandeel op het moment dat de kunstmatige inflatie gelijk is aan € 1. Ten slotte wordt de werkelijke toestand van de vennootschap bekend en daalt de koers met € 1. Wat is nu de schade? Aangezien aandelen in de praktijk niet individualiseerbaar zijn, gaat het ervan afhangen hoe men het verkochte aandeel relateert aan de aanvankelijk gekochte effecten. Daarbij is denkbaar het uit de accounting bekende systeem van *first-in-first-out* (FIFO), of *last-in-first-out* (LIFO). Het FIFO-systeem zou inhouden dat een tussentijds verkocht aandeel wordt verondersteld te komen uit de voorraad aandelen die als *eerste* werd gekocht. In dat geval geldt dat de schade gelijk is aan $(1 * € 2 + (2 - 1) * € 1 + 2 * € 1 =) € 5$. Bij het LIFO-systeem wordt verondersteld dat het aandeel afkomstig is uit de voorraad aandelen die als *laatste* werd gekocht. De geleden schade is dan gelijk aan $(2 * € 2 + (2 - 1) * € 1 =) € 5$.

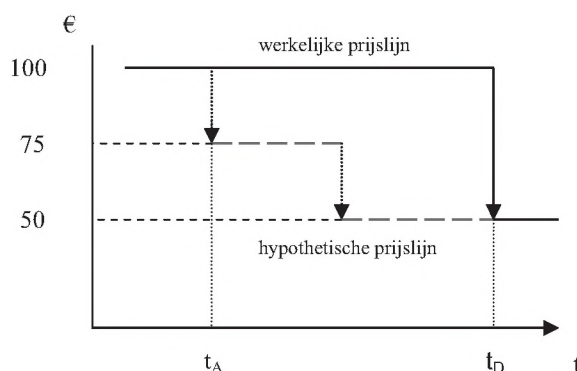
42 De formule valt als volgt af te leiden. De schade is het verschil tussen het beleggingsresultaat zonder de onrechtmatige daad en met de onrechtmatige daad, oftewel $D = [(A - V) * WP_{actueel} + V * HP_V - A * HP_A] - [A * WP_{actueel} + V * WP_V - A * WP_A]$. Herschrijven van termen geeft het resultaat in de hoofdstekst. Opnieuw veronderstel ik omwille van de eenvoud dat de aankoop en de verkoop op één moment plaatsvinden in de periode dat de koers kunstmatig hoog is.

Geconcludeerd kan worden dat beide methoden resulteren in hetzelfde uiteindelijke schadebedrag, maar dat de wijze van berekenen verschillend is.

Bovenstaande analyse geldt ook indien de kunstmatige inflatie stapsgewijs uit de koers verdwijnt, bijvoorbeeld omdat de uitgevende instelling slechts een *partiële* corrigerende mededeling doet.

e. Aankoop tegen lagere marktprijs; omvang kunstmatige inflatie neemt toe

De omvang van de kunstmatige inflatie kan ook *toenemen* vanaf het moment dat de belegger zijn aandeel kocht. Denkbaar is dat de waarde van een misleidende mededeling of van achtergehouden informatie stijgt voordat de markt bekend wordt met de misleiding. Een andere mogelijkheid is dat de kunstmatige inflatie stapsgewijs toeneemt door meerdere opeenvolgende misleidende mededelingen of omissies. De residuele koersdaling bij bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap zal in deze gevallen groter zal zijn dan het bedrag dat bij aankoop te veel werd betaald. Een voorbeeld van stapsgewijs toenemende kunstmatige inflatie:



In de figuur ben ik uitgegaan van de situatie dat de uitgevende instelling tot tweemaal toe negatieve koersgevoelige informatie niet algemeen verkrijgbaar stelt. De kunstmatige inflatie bouwt zich hierdoor op tot € 50 op het moment dat de waarheid bekend wordt.

Opnieuw is de schade die in een csqn-verband staat met de misleiding het bedrag dat door de belegger bij aankoop te veel werd betaald voor het effect, zoals weergegeven door formule (2) (§ 4.4.1.c), aangenomen dat de belegger het effect is blijven houden tot het moment waarop de kunstmatige inflatie volledig uit de koers is verdwenen. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van bovenstaand voorbeeld. Op het moment dat het misleidende karakter van de twee omissies in één keer bekend wordt, is de residuele koersdaling van $(100 - 50 =) € 50$ groter dan de

kunstmatige inflatie na de eerste misleidende omissie (€ 25).⁴³ In dit geval is de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop de bovengrens van de schade per effect. De belegger zou namelijk ook zonder de tweede misleidende verzwijging zijn geconfronteerd met de bij dat koersgevoelige feit behorende waardedaling van € 25 (maar dan op een eerder moment).⁴⁴

Moeilijker is het geval waarin sprake was van tussentijdse verkopen. De schade op de tussentijds verkochte effecten materialiseert niet alleen niet, maar de belegger behaalt in feite een voordeel (de kunstmatige inflatie bij verkoop overstijgt de inflatie op het moment van aankoop). Een getallenvoorbeeld kan dit illustreren. Stel de belegger koopt drie aandelen in vennootschap X, die ik hier benoem als de aandelen X_1 , X_2 en X_3 . Neem voorts aan dat de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop gelijk was aan € 1. Voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, neemt de kunstmatige inflatie toe tot € 2 per aandeel. Na een corrigerende mededeling van de vennootschap zakt de koers derhalve met € 2. Als de belegger vóór bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap de aandelen X_1 en X_2 verkoopt, komt de vraag op wat nu de geleden schade is. In ieder geval geldt dat op aandeel X_3 een schade is geleden van € 1 (niet € 2!). Op de aandelen X_1 en X_2 is geen schade geleden. Deze redenering zou ertoe leiden dat de schade gelijk is aan € 1. Het is echter de vraag of de omvang van de vergoedingsplicht ook gelijk is aan € 1, omdat de belegger op de tussentijds verkochte effecten een voordeel heeft behaald. Dit voordeel is € 1 voor de beide aandelen X_1 en X_2 , te weten het verschil tussen de kunstmatige inflatie op het moment van verkoop (€ 2), verminderd met de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop (€ 1). Zonder de onrechtmatige daad zou dit voordeel niet zijn behaald. Het is een normatieve vraag in hoeverre dit voordeel in mindering moet worden gebracht op de schade van € 1. Indien de winst op de tussentijds verkochte aandelen ($2 * € 1 = € 2$) in mindering wordt gebracht op de schade van € 1 op aandeel X_3 , wordt de schade negatief. De belegger heeft geen schade geleden, maar een voordeel behaald van in totaal € 1. De omvang van de vergoedingsplicht zou dan nul zijn. Mijns inziens is verrekening van het voordeel mogelijk en gewenst (§ 2.5.4.a).

De analyse wordt weer complexer als de belegger verschillende keren effecten heeft gekocht en/of verkocht in de periode dat de koers kunstmatig hoog was. Een enkel voorbeeld ter illustratie. Stel dat de belegger twee aandelen koopt op het moment dat de kunstmatige inflatie gelijk is aan € 1 per aandeel. Later koopt hij nogmaals twee aandelen op het moment dat de kunstmatige inflatie gelijk is aan € 2. Vervolgens verkoopt hij, voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, één aandeel, terwijl de kunstmatige inflatie op dat moment gelijk

43 Omwille van de eenvoud veronderstel ik dat de marktwaarde van de misleidende mededeling of de achtergehouden informatie constant is.

44 Dit is anders indien de belegger (stelt dat hij) de effecten zonder de (eerste) misleidende omissie niet had gekocht. Hier wordt echter de situatie geanalyseerd dat de belegger ook zonder de (eerste) omissie zou hebben gekocht, maar tegen een lagere prijs.

is aan € 3. Daarna daalt de koers met € 3 als de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, en de belegger nog vier aandelen houdt. De vraag is nu (i) wat de schade is, (ii) of er sprake is van een voordeel (op het tussentijds verkochte aandeel), en zo ja, hoe groot dat voordeel is. Hierboven merkte ik al op dat men de verkochte effecten kan relateren aan de aanvankelijk gekochte effecten door middel van de FIFO- en LIFO-methode. Bij de FIFO-methode geldt dat de schade gelijk is aan $((2 - 1) * € 1 + 2 * € 2 =) € 5$; het behaalde voordeel is dan gelijk aan $(3 - 1 =) € 2$. Indien de schade en het behaalde voordeel worden verrekend, zou de omvang van de vergoedingsplicht in beginsel gelijk zijn aan € 3. Bij het LIFO-systeem is de geleden schade gelijk aan $(2 * € 1 + (2 - 1) * € 2 =) € 4$; het voordeel is gelijk aan $(2 - 1 =) € 1$. Indien schade en voordelen worden verrekend, is het totale nadeel opnieuw gelijk aan € 3. Op basis van deze analyse kan worden geconcludeerd dat het systeem dat wordt gekozen van invloed is op de vraag wat men kwalificeert als schade of een behaald voordeel, maar dat als men schade en voordelen verrekent, er geen verschil is tussen beide methodes. Ook om deze reden is verrekening van voordelen wenselijk (naast de dogmatische argumenten van § 2.5.4.a). De keuze voor een FIFO- of LIFO-systeem is naar mijn oordeel namelijk arbitrair, zodat het niet verrekenen van voordelen arbitraire verschillen zou opleveren bij het vaststellen van de omvang van de vergoedingsplicht.

f. Aankoop tegen lagere marktprijs; aankopen voorafgaand aan de misleiding

Bij bovenstaande analyse is stilzwijgend verondersteld dat de belegger nog geen effecten hield op het moment dat de misleidende berichtgeving de marktprijs infecteerde. Dit is niet altijd juist. Indien de belegger reeds effectenhouder was vóórdat de koers op een kunstmatig hoog niveau kwam te liggen, kan rekening worden gehouden met *alle* verkopen die nadien plaatsvinden in het tijdvak dat de koers op een kunstmatig hoog niveau staat. Ook kunstmatige verkoopwinsten die liggen vóór het moment van aankoop tegen een kunstmatig hoge koers (maar na het moment waarop de beurskoers door de misleiding wordt beïnvloed) zijn mogelijk relevant bij het vaststellen van de te vergoeden schade. Het is een normatieve vraag in hoeverre dit voordeel verrekend moet worden met de schade op effecten die zijn aangekocht nadat een misleidende voorstelling van zaken werd gegeven. Het voordeel vloeit naar mijn oordeel voort uit hetzelfde gebeurtenis als de schade, is redelijkerwijs te voorzien, en hangt nauw samen met het geleden nadeel op gekochte effecten (§ 2.5.4.a). Om deze redenen dient het voordeel te worden verrekend met de schade.

g. Aankoop tegen lagere marktprijs; tussenconclusie

Op basis van bovenstaande analyse blijkt dat op het moment van aankoop nog geen (definitieve) vermogensschade wordt geleden. Er is slechts sprake van latente schade. De schade realiseert zich in de mate waarin de kunstmatige inflatie uit de koers verdwijnt, terwijl de effecten nog worden gehouden. Als de effecten worden

gehouden tot het moment waarop de kunstmatige inflatie volledig uit de koers verdwenen is, is de schade die in een csqn-verband staat met de misleiding gelijk aan het aantal gekochte effecten, vermenigvuldigd met de kunstmatige inflatie per effect op het moment van aankoop.⁴⁵ Indien tevens effecten zijn verkocht voordat de kunstmatige inflatie (volledig) uit de koers is verdwenen, dient een correctie te worden aangebracht. Op de verkochte effecten kan alleen schade zijn geleden als de kunstmatige inflatie tussen het moment van aankoop en verkoop is afgenomen. Voor zover de kunstmatige inflatie tussen het moment van aankoop en (tussentijdse) verkoop constant bleef, wordt er op de verkochte effecten geen schade geleden. Indien de kunstmatige inflatie toenam tussen het moment van aankoop en (tussentijdse) verkoop, kan op de verkochte effecten een voordeel zijn behaald. Dit voordeel dient te worden verrekend met de schade op de resterende effecten die wel worden gehouden tot het moment waarop de kunstmatige inflatie volledig uit de koers is verdwenen.

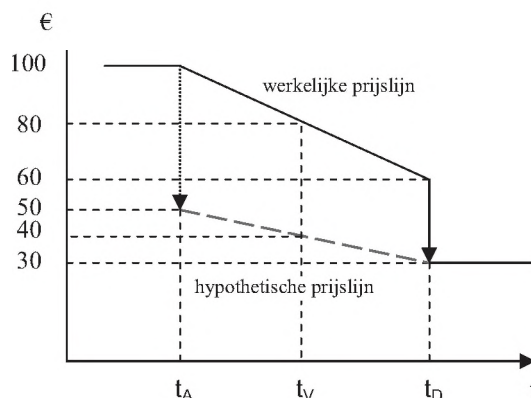
h. Aankoop tegen lagere marktprijs; een te gering aantal verkregen effecten

In bovenstaande analyse is het aantal gekochte effecten als uitgangspunt genomen bij het bepalen van de feitelijk geleden schade. Een andere benadering is om het aankoopbedrag als vertrekpunt te kiezen en de vraag te stellen hoeveel effecten de belegger verkregen zou hebben indien de misleiding niet had plaatsgevonden. Aangezien de prijs lager zou zijn geweest (vanwege het ontbreken van kunstmatige inflatie in de koers), zou de belegger meer effecten hebben gekregen. De feitelijk geleden schade is dan het bedrag dat nodig is om dit aantal effecten na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap alsnog te kunnen kopen.⁴⁶ Deze benadering leidt tot significante verschillen met de hierboven weergegeven analyse.

Het verschil in uitkomst kan worden toegelicht aan de hand van een getallenvoorbeeld. Stel we hebben de situatie zoals getekend in onderstaande figuur. Op de verticale as wordt de waarde in euro's weergegeven, de horizontale as is een tijdas.

⁴⁵ Indien wordt geabstraheerd van het alternatieve rendement dat behaald zou zijn op het te veel betaalde bedrag bij aankoop, tussen het moment van aankoop en het moment waarop de waarheid bekend wordt.

⁴⁶ Overigens kan de belegger in dit geval geen transactiekosten opvoeren als schadepost. Zonder de misleiding zou hetzelfde bedrag zijn uitgegeven voor aankoop van de effecten. De betaalde transactiekosten zouden dus even hoog zou zijn geweest. De belegger zou alleen een groter aantal effecten hebben gekregen. Een causaal verband tussen de misleidende berichtgeving en de aangevoerde schade ontbreekt dan.



De koers van de aandelen van de vennootschap staat voorafgaand aan tijdstip t_A op € 100. Op tijdstip t_A doet zich een ontwikkeling voor die de bedrijfsvoering van de uitgevende instelling ernstig bedreigt. Bekendwording van dit nieuws zou leiden tot een koersval van € 100 naar € 50. De vennootschap verzwijgt dit nieuws echter, in strijd met art. 5:25i Wft, waardoor de koers op € 100 blijft staan. Op dat moment koopt belegger X voor € 100 euro aandelen in de vennootschap. Hij krijgt dus één aandeel voor dat bedrag.⁴⁷ Door een ongunstige ontwikkeling in de sector waarin de vennootschap opereert, daalt de beurskoers geleidelijk van 100 naar 60. De figuur is zo getekend dat de kunstmatige inflatie in de koers van het aandeel ook geleidelijk afneemt (van 50 naar 30). Op tijdstip t_D (van *disclosure*) wordt de misleiding bekend. Hierdoor daalt de koers van 60 naar 30. Vooralsnog veronderstel ik dat belegger X in de periode tussen t_A en t_D geen aandelen heeft verkocht; deze aanname zal ik verderop laten vallen. Hoe groot is nu de door belegger X geleden schade als gevolg van de misleidende berichtgeving?

Indien de schade per aandeel als vertrekpunt wordt gekozen, zou gelden dat de schade gelijk is aan $(1 * (100 - 50) =) € 50$. Er wordt een aandeel gekocht, en voor dat aandeel wordt € 50 meer betaald dan zonder de misleiding het geval was geweest.

Volgens de alternatieve benadering die vertrekt vanuit het geïnvesteerde bedrag, geldt het volgende. Belegger X kreeg op moment t_A één aandeel. Zonder de misleiding had hij echter twee aandelen gekregen voor die € 100. Belegger X krijgt dus een aandeel te weinig. Op moment t_D is de eindpositie van de belegger dat hij één aandeel heeft, dat nog € 30 waard is. De waarde van zijn eindpositie is daarmee gelijk aan € 30. Indien de onrechtmatige gedraging achterwege was gebleven, zou de belegger op moment t_D twee aandelen hebben gehad, die elk € 30 euro waard waren geweest. De waarde van de eindpositie was daarmee gelijk geweest aan € 60. De totale schade die de belegger heeft geleden is gelijk aan $€ 60 - € 30 = € 30$. De

⁴⁷ Ik abstraheer hier van transactiekosten.

intuïtie achter dit schadebedrag van € 30 is dat hiermee precies een aandeel kan worden bijgekocht, zodat de belegger net als in de situatie zonder de onrechtmatige gedraging twee aandelen heeft. Het bovenstaande getallenvoorbeeld laat zien dat de schade aanzienlijk lager uitvalt dan indien men de schade per aandeel vermenigvuldigt met het aantal gekochte aandelen. Dit is overigens niet altijd het geval. Er kunnen ook getallenvoorbeelden worden gegeven waarbij de schade even hoog of zelfs hoger uitvalt dan als men vertrekt vanuit het aantal gekochte aandelen.

Meer in algemene termen kan worden afgeleid dat de feitelijk geleden schade (D) volgens de alternatieve benadering – geabstraheerd van tussentijdse verkopen – als volgt kan worden bepaald:⁴⁸

$$D = WP_{actueel} * (I/HP_A - I/WP_A) \quad (4)$$

Hierbij is I het investeringsbedrag bij aankoop, $WP_{actueel}$ de actuele koers na bekendwording van de waarheid, HP_A de hypothetische zuivere prijs van het aandeel op het moment van aankoop en WP_A de werkelijke beurskoers op het moment van aankoop. De juistheid van de formule kan worden ingezien door het invullen van de getallen uit het voorbeeld: $D = 30 * (100/50 - 100/100) = € 30$. De formule oogt wat gecompliceerd, maar de intuïtie is dat het gaat om het bedrag dat nodig is om het grotere aantal aandelen dat verkregen zou zijn zonder de misleidende voorstelling van zaken ($I/HP_A - I/WP_A$) opnieuw te kunnen kopen. Anders gezegd gaat het om de huidige waarde van het aantal aandelen dat de belegger ten onrechte niet heeft verkregen.

De omvang van de schade kan ook anders worden geschreven, namelijk als:

$$D = A * WP_{actueel} * WP_A/HP_A - A * WP_{actueel}$$

Hierbij is A het aantal in werkelijkheid verkregen effecten, en hebben de overige termen dezelfde betekenis als hiervoor. De formule is gebaseerd op vergelijking van de vermogenstoestand zoals deze – na bekendwording van de waarheid – zonder de misleiding zou zijn geworden ($A * WP_{actueel} * WP_A/HP_A$)⁴⁹ met de toestand zoals deze feitelijk is ($A * WP_{actueel}$). Hieruit blijkt duidelijker hoe de belegger de schadeclaim kan omschrijven in termen van een geleden verlies of gederfde winst. De uitgangssituatie is het geïnvesteerde bedrag (I), dat kan worden uitgedrukt als het aantal verkregen effecten maal de aankoopprijs ($A * WP_A$). Als de werkelijke koers

48 Dit kan als volgt worden afgeleid. D = resultaat indien de onrechtmatige daad niet had plaatsgevonden – resultaat met de onrechtmatige daad. Invullen geeft: $D = [HP_{actueel} * I/HP_A - I] - [WP_{actueel} * I/WP_A - I] = I * (HP_{actueel}/HP_A - WP_{actueel}/WP_A)$. Nadat de waarheid bekend is geworden, geldt dat $HP_{actueel} = WP_{actueel}$. Substitueren en herschrijven van termen geeft het in de hoofdstekst gegeven resultaat.

49 Hierbij is gebruik gemaakt van het feit dat de vermogenstoestand in het hypothetische geval kan worden geschreven als het aantal effecten dat zou zijn verkregen maal de hypothetische actuele koers ($I/HP_A * HP_{actueel}$), en na bekendwording van de waarheid geldt dat $HP_{actueel} = WP_{actueel}$.

na bekendwording van de waarheid op een lager niveau stond dan de aankoopprijs (dus $WP_{actueel} < WP_A$), terwijl in de hypothetische situatie de vermogenspositie zou zijn verbeterd ($WP_{actueel} * WP_A/HP_A > WP_A$, of anders gezegd, $WP_{actueel} > HP_A$), kan de schade per verkregen effect worden opgesplitst in het verlies ten opzichte van de aankoopprijs ($WP_A - WP_{actueel}$) en de gedeelde winst (ter grootte van $WP_{actueel} * WP_A/HP_A - WP_A$). Stel dus bijvoorbeeld dat de koers op het moment van aankoop gelijk was aan € 50, de koers na bekendwording van de waarheid op € 40 staat, en de verhouding tussen de werkelijke en zuivere koers (WP_A/HP_A) op het moment van aankoop 1,5 was. In dit geval kan de schade worden omschreven als een verlies van € 10 per gekocht effect, en gedeelde winst van $(40 * 1,5 - 50 =)$ € 10 per gekocht effect. Als het vermogen is afgenomen ten opzichte van de uitgangssituatie, maar ook in het hypothetische geval zou zijn afgenomen (dus $WP_{actueel} * WP_A/HP_A < WP_A$, of anders gezegd $WP_{actueel} < HP_A$), dan kan het verschil tussen beide vermogensposities worden gezien als een verlies ten gevolge van de misleiding. Indien de koers na bekendwording van de waarheid op een hoger niveau staat dan de aankoopprijs ($WP_{actueel} > WP_A$) en het vermogen dus is toegenomen, is er alleen sprake van gedeelde winst.

Hierboven is verondersteld dat de schade wordt begroot op een peildatum na bekendwording van de misleiding. Uit de methode van vermogensvergelijking kan worden afgeleid dat *op het moment van aankoop* nog geen vermogensschade wordt geleden. De schade materialiseert zich in de mate waarin de (procentuele) verandering van de werkelijke prijs na aankoop nadeliger is dan de (procentuele) verandering van de hypothetische zuivere prijs.⁵⁰

Tot nu toe heb ik verondersteld dat er geen tussentijdse verkopen waren. Deze aanname laat ik nu los. In de figuur is rekening gehouden met een tussentijdse verkoop op moment t_V . Ik veronderstel nu dat de belegger € 200 investeert. Hij krijgt dus twee aandelen voor € 100. Op moment t_V verkoopt hij voor € 80 aandelen. Gelet op de dan geldende beurskoers is dat precies één aandeel. Wat is nu de geleden schade?

Op grond van de benadering hierboven die vertrok vanuit het *aantal* aandelen zou gelden dat de schade gelijk is aan $(2 * (100 - 50) - 1 * (80 - 40) =)$ € 60. Er worden twee aandelen gekocht, en voor beide aandelen wordt € 50 te veel betaald. Door de verkoop van het ene aandeel materialiseert de schade zich op dat aandeel slechts voor 10, waardoor de feitelijke schade uitkomt op $(50 + 10 =)$ € 60.

Volgens de alternatieve benadering die vertrekt vanuit het geïnvesteerde bedrag, geldt weer dat de toestand zoals deze in werkelijkheid is moet worden vergeleken

50 Dit is het gemakkelijkste in te zien als de schade wordt beschreven als $D_{actueel} = I * (HP_{actueel}/HP_A - WP_{actueel}/WP_A)$. De termen tussen haakjes geven de verhouding weer tussen de actuele hypothetische prijs en de hypothetische prijs bij aankoop, en tussen de actuele werkelijke prijs en werkelijke prijs bij aankoop. De term tussen de haakjes (en daarmee de schade) is groter dan nul als de werkelijke prijs zich sneller neerwaarts ontwikkelt dan de hypothetische zuivere prijs. Op het moment van aankoop geldt $HP_{actueel} = HP_A$ en $WP_{actueel} = WP_A$. Daaruit volgt dat de term tussen haakjes gelijk is aan nul, zodat er geen schade is.

met de toestand zoals die (vermoedelijk) zou zijn geweest indien de onrechtmatige gedraging niet zou hebben plaatsgevonden. Om de toestand in werkelijkheid te bepalen, moet de waarde van de investeringsportfolio op moment t_A en t_D worden vergeleken. In de beginpositie (t_A) heeft de portfolio een waarde van € 200. In de eindpositie heeft belegger nog één aandeel, dat € 30 waard is. Voorts heeft hij een opbrengst van de verkoop van het andere aandeel van € 80. Daarmee komt de totale waarde van de eindpositie op t_D uit op € 110. Vergelijking van de begin- en de slotpositie leert dat de belegger een verlies heeft geleden van € 90. Indien de onrechtmatige gedraging niet zou hebben plaatsgevonden, zou belegger X op moment t_A vier aandelen hebben verkregen. Indien hij op moment t_V voor € 80 aandelen verkocht, zou hij twee aandelen hebben verkocht tegen een koers van € 40. Indien de misleiding bekend wordt op moment t_D , heeft hij nog twee aandelen die elk € 30 waard zijn, alsmede de verkoopopbrengst van € 80. De totale waarde van de slotpositie bedraagt daarmee € 140. Vergelijking van de begin- en eindpositie laat zien dat het verlies € 60 bedraagt indien de onrechtmatige gedraging achterwege was gebleven. Vergelijking van de toestand zoals deze in werkelijkheid is met de toestand zoals die zou zijn geweest indien de onrechtmatige gedraging niet zou hebben plaatsgevonden, resulteert in een feitelijke schade van € 30. Dit is aanzienlijk kleiner dan de € 60 die hierboven werd berekend met behulp van de methode waarbij de schade per aandeel wordt bepaald.

In algemene termen kan de feitelijk geleden schade (D) volgens de alternatieve benadering als volgt worden bepaald:⁵¹

$$D = WP_{actueel} * (I/HP_A - I/WP_A - (S/HP_V - S/WP_V)) \quad (5)$$

Hierbij hebben I , $WP_{actueel}$, HP_A en WP_A dezelfde betekenis als voorheen, en is S het bedrag waarvoor effecten worden verkocht. Het verschil met de formule zonder de tussentijdse verkoop is dat de term $WP_{actueel} * (S/HP_V - S/WP_V)$ in mindering moet worden gebracht op de volgens formule (4) berekende schade. De juistheid van de formule kan weer worden geverifieerd door de getallen uit het voorbeeld in te vullen: $D = 30 * (200/50 - 200/100 - (80/40 - 80/80)) = € 30$. Intuïtief houdt de aanpassing van de formule verband met het feit dat bij verkoop door de kunstmatig hoge prijs eigenlijk te weinig aandelen worden verkocht. Waar de belegger bij aankoop te weinig aandelen verkreeg, is het bij verkoop net andersom. Daarom is de

51 Afleiding: $D = \text{resultaat zonder OD} - \text{resultaat met OD}$. Het resultaat zonder OD kan als volgt worden bepaald. In de beginpositie beschikt de belegger over het investeringsbedrag I . In de eindpositie beschikt hij over de verkoopopbrengst S alsmede over de nog gehouden effecten ($I/HP_A - S/HP_S$) vermenigvuldigd met de koers $WP_{actueel}$ (nadat de waarheid bekend is geworden geldt immers dat $HP_{actueel} = WP_{actueel}$). Per saldo is het resultaat $S + WP_{actueel} * (I/HP_A - S/HP_S) - I$. Het resultaat met de onrechtmatige daad kan op vergelijkbare wijze worden afgeleid. Dit is gelijk aan $S + WP_{actueel} * (I/WP_A - S/WP_S) - I$. Invullen geeft dan $D = S + WP_{actueel} * (I/HP_A - S/HP_S) - I - [S + WP_{actueel} * (I/WP_A - S/WP_S) - I]$. Herschrijven en wegwerken van termen levert het resultaat in de hoofdtekst op.

feitelijk geleden schade nog slechts het bedrag dat nodig is om het aantal aandelen te kopen dat *netto* te weinig is verkregen door de misleidende voorstelling van zaken.

Indien de belegger verschillende keren effecten kocht en verkocht, dan wordt de analyse gecompliceerder, maar opnieuw kan het aantal aandelen worden bepaald dat *netto* te weinig is verkregen. Per aankoop c.q. verkoop wordt vastgesteld hoeveel aandelen te weinig zijn verkregen c.q. uit de voorraad zijn verdwenen. Omwille van de eenvoud zie ik af van een getals- of formulematige uitwerking.

In het bovenstaande is nog niet aan de orde gekomen welke betekenis toekomt aan het koersverloop na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Indien de koers door externe ontwikkelingen verder gaat dalen, neemt – zolang de effecten niet zijn bijgekocht – de feitelijke schade af. Het te geringe aantal verkregen effecten kan immers tegen een steeds lagere prijs worden bijgekocht. Indien de koers gaat stijgen, wordt het juist duurder om het te geringe aantal verkregen effecten bij te kunnen kopen, zodat de schade toeneemt. Dit resultaat is enigszins contra-intuïtief, omdat op de aandelen die wel worden gehouden een koersverlies wordt gemaakt door de verdere koersdaling, c.q. een koerswinst wordt gehaald bij een koersstijging. Het is een normatieve vraag in hoeverre de vermindering of vermeerdering van de schade door koersontwikkelingen na bekendwording van de waarheid een rol moet spelen bij de toekenning van schadevergoeding. Beslissend is welke peildatum door de rechter wordt gekozen bij de *schadevaststelling*, alsmede de wijze waarop de schadebeperkingsplicht wordt ingevuld (§ 4.5.3.a en § 4.6.3).

Vooruitlopend op de vraag of de begrote schade voor vergoeding in aanmerking komt, merk ik reeds op dat het schadebedrag in beperkte mate gerelateerd is aan de door de misleidende voorstelling van zaken veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers. De koers na *disclosure* kan een oneindig aantal verschillende niveaus aannemen, als gevolg van aan de fraude externe factoren. Indien de schade aldus op de hier aangegeven wijze wordt begroot, moeten naar mijn oordeel bij de toerekening in het kader van art. 6:98 BW beperkingen worden aangebracht (§ 4.5.3).

Ik heb hierboven geabstraheerd van de mogelijkheid dat de belegger de aankoopopdracht in euro's opgeeft, terwijl de verkoopopdracht in aantallen effecten luidt, of vice versa. Ook indien de analyse wordt geëxtrapoleerd naar meerdere aankopen (en/of verkopen), kunnen beleggingsopdrachten luiden in euro's en aantallen. Voor de schadebegroting zou dit tot gevolg hebben dat de twee benaderingen door elkaar gaan lopen.

i. Aankoop zou niet zijn verricht zonder de misleiding

Denkbaar is dat een belegger (stelt dat hij) de effecten in het geheel niet zou hebben gekocht als geen misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap was gegeven (dus ook niet tegen de dan geldende mogelijk lagere marktprijs). Het is goed voorstelbaar dat een belegger die bijvoorbeeld een aandeel van een oliemaatschappij heeft gekocht op grond van een misleidende mededeling over de ontdekking van een (in werkelijkheid niet bestaand) olieveld, dit aandeel zonder de

desbetreffende mededeling niet had willen kopen. Om de schade te begroten dient de vermogenstoestand zoals deze in werkelijkheid is, te worden vergeleken met de vermogenstoestand zoals deze zonder de misleiding *zou zijn geworden*. Een belegger die kan aantonen dat hij de effecten niet zou hebben gekocht zonder de misleiding, zou het aankoopbedrag alternatief hebben aangewend. Daarbij zijn verschillende mogelijkheden denkbaar. De belegger zou het aankoopbedrag bijvoorbeeld in een oude sok hebben kunnen laten zitten, op een spaarrekening hebben kunnen zetten, of alternatief hebben kunnen belegd.

Indien men de vermogenstoestand zoals deze in werkelijkheid is wil vergelijken met de toestand zoals deze zou zijn geworden zonder de misleiding, moet een *peildatum* worden gekozen om de beide vermogenstoestanden te kunnen vergelijken. Hiervoor kan de actuele datum worden gekozen. Er valt echter ook iets voor te zeggen om het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt te kiezen als de peildatum. Nadien kan de belegger immers besluiten om de effecten te verkopen en met de verkoopopbrengst alsnog de gewenste alternatieve investering te doen. Kiest men de actuele datum als peildatum, dan zal de vraag opkomen hoe rechtens moet worden omgegaan met gebeurtenissen na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap die de geleden schade vergroten of verkleinen (zie § 4.5.3).

Gemakshalve zal ik eerst de situatie analyseren waarbij wordt aangenomen dat de belegger zonder de misleidende voorstelling van zaken niet zou hebben belegd, en het geld in een oude sok zou hebben laten zitten. In dat geval is de schade simpelweg het verschil tussen het aankoopbedrag en de – lagere – waarde van de effectenportefeuille na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap.^{52,53} Het gaat hier om een verlies in de zin van art. 6:96 lid 1 BW. Het geleden nadeel kan in het algemeen worden uitgedrukt als:

$$D = A * (WP_A - WP_{actueel}) \quad (6)$$

Hierbij hebben A en WP_A dezelfde betekenis als hierboven⁵⁴, en staat $WP_{actueel}$ voor de actuele koers na *disclosure*. Indien de belegger bijvoorbeeld 10 aandelen kocht tegen een prijs van € 100 en de koers na bekendwording van de waarheid op € 60 staat, is het verlies gelijk aan $(10 * (100 - 60) =) € 400$. Ik heb hier overigens geabstraheerd van tussentijdse uitkeringen op de effecten (zoals dividend). Ontvangen uitkeringen komen in mindering op de geleden schade.⁵⁵

52 Ik abstraher van de mogelijkheid dat het bewijs dat de belegger de effecten niet zou hebben gekocht impliceert dat wél op een later moment, nog voorafgaand aan bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap gekocht zou zijn.

53 De belegger zou in dit geval ook geen transactiekosten hebben betaald zonder de misleiding, zowel bij de aankoop als latere verkoop van de effecten.

54 A staat dus voor het aantal gekochte effecten en WP_A voor de werkelijke beurskoers op het moment van aankoop.

55 Vgl. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 274.

Indien vóór bekendwording van de werkelijke toestand ook al effecten zijn verkocht, kan de geleden schade – geabstraheerd van tussentijdse uitkeringen – op basis van de methode van vermogensvergelijking algemener worden uitgedrukt als:⁵⁶

$$D = V * (WP_A - WP_V) + (A - V) * (WP_A - WP_{actueel}) \quad (7)$$

of, anders geformuleerd,

$$D = I - ((A - V) * WP_{actueel} + V * WP_V) \quad (8)$$

In formule (7) bestaat het nadeel uit twee componenten. De eerste is het aantal verkochte effecten vóór bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap (V), vermenigvuldigd met het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs ($WP_A - WP_V$). De tweede component is het resterende aantal effecten dat na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap nog wordt gehouden ($A - V$), vermenigvuldigd met het verschil tussen de aankoopprijs en de actuele koers ($WP_A - WP_{actueel}$). Indien bijvoorbeeld de belegger 10 aandelen kocht tegen een koers van € 100, vóór bekendwording van de waarheid 5 aandelen verkoopt tegen een koers van € 90, en de koers na bekendwording van de waarheid op € 60 staat, is de schade gelijk aan $(5 * (100 - 90) + 5 * (100 - 60) =) € 250$. Hierna zal blijken dat het nogal de vraag is of de eerste component rechtens voor vergoeding in aanmerking moet komen (§ 4.5.3.e). De belegger heeft besloten om effecten te verkopen ook al was nog niet bekend dat er sprake was van een onjuiste voorstelling van de toestand van de vennootschap.⁵⁷ Daarbij heeft de belegger aanvaard dat de verkoopprijs lager lag dan de prijs waartegen hij de effecten gekocht heeft.⁵⁸ De vraag dringt zich op of het verlies rechtens dan nog als gevolg kan worden gezien van de misleiding. Formule (8) benadert de schade aldus dat de waarde van de beginpositie (het investeringsbedrag I) wordt vergeleken met de waarde van de eindpositie $((A - V) * WP_{actueel} + V * WP_V)$. In het getallenvoorbeeld komt het erop neer dat het investeringsbedrag van $(10 * 100 =) € 1000$ wordt vergeleken met de waarde van de eindpositie van $(5 * 60 + 5 * 90 =) € 750$, hetgeen opnieuw resulteert in een schadebedrag van € 250.

In de formules (7) en (8) speelt het koersverloop na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap een rol. Aangenomen mag worden dat op

56 De schade is namelijk het gelijk aan het verschil tussen het resultaat zonder de onrechtmatige gedraging en het resultaat met de onrechtmatige gedraging. Uitgeschreven levert dit op $D = 0 - (V * WP_V + (A - V) * WP_{actueel} - A * WP_A)$. Herschrijven en manipuleren van termen geeft het resultaat in de hoofdttekst.

57 De verkoopbeslissing zal hoogstwaarschijnlijk niet gebaseerd zijn geweest op overwegingen van de belegger inzake de misleidende informatie, maar op (aan de misleiding) externe factoren.

58 Overigens geldt dat als de verkoopprijs hoger lag dan de aankoopprijs, de belegger heeft geprofiteerd van de verkoop. Er is een voordeel behaald.

een efficiënte markt de koers snel de nieuwe informatie zal weerspiegelen. Indien de koers daarna gaat dalen of stijgen door andere ontwikkelingen, is het een normatieve vraag in hoeverre deze verbetering of verslechtering van de vermogenspositie van de belegger een rol moet spelen bij het toekennen van schadevergoeding.⁵⁹ Beslissend is welke peildatum door de rechter wordt gekozen voor de schadevaststelling, alsmede de vraag of de belegger verplicht is om zijn schade te beperken. Hierna zal ik betogen dat de waardeinstijging of -daling (gemeten ten opzichte van de aankoopprijs) na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap in beginsel geen rol moet spelen bij de vaststelling van de schadeomvang (§ 4.5.3.a).

Belangrijk om op te merken bij bovenstaande analyse is dat er geen schade wordt geleden zolang de verkoopprijs of actuele koers (indien de effecten nog worden gehouden) hoger is dan de aanvankelijke aankoopprijs. In dat geval kan immers niet worden gezegd dat het vermogen is afgenomen. Dit volgt uit het feit dat de belegger zonder de misleiding nog steeds het aanvankelijk geïnvesteerde vermogen zou hebben gehad.

Indien meerdere aan- en verkopen plaatsvinden, roept dit de vraag op of er veronderstellingen nodig zijn ter zake van de vraag uit welke voorraad de verkochte effecten afkomstig zijn. Stel de belegger koopt nadat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken geeft twee aandelen voor € 20. Daarna koopt hij nogmaals twee aandelen; op dat moment staat de koers op € 25. Vervolgens verkoopt hij één aandeel op het moment dat de koers is gezakt tot € 23. Op het moment dat de waarheid bekend wordt, daalt de koers tot € 15. Gemakshalve veronderstel ik dat de koers vervolgens ook op dat niveau blijft, althans dat koersbewegingen nadien niet relevant zijn voor de schadevaststelling. Wat is nu de schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding? Aangenomen dat de belegger door de misleidende voorstelling van zaken is gedreven tot zijn twee aankopen, is het feitelijke nadeel een bedrag van $(90 - (3 * 15 + 23)) = € 22$. Dit bedrag is bepaald door de waarde van de (eind)positie waarin de belegger zonder de onrechtmatige daad zou hebben verkeerdt – € 90 – te vergelijken met de daadwerkelijke vermogenspositie, bestaande uit de verkoopopbrengst van € 23 en drie aandelen ter waarde van € 15. Een veronderstelling over de vraag uit welke voorraad het verkochte aandeel afkomstig was, is hier niet gehanteerd. Zou men een FIFO-systeem hanteren, dan is de schade gelijk aan $((2 - 1) * (20 - 15) + 2 * (25 - 15)) = € 25$. Daarnaast is een *voordeel* behaald van € 3 op het verkochte aandeel. Zou men schade en voordelen verrekenen, dat resulteert een totaal nadeel van € 22. Volgens een LIFO-systeem zou de schade gelijk zijn aan $(1 * (25 - 23) + 2 * (20 - 15) + (2 - 1) * (25 - 15)) = € 22$. Een voordeel is niet behaald. Evenals eerder, kan worden geconcludeerd dat beide methoden – FIFO en LIFO – hetzelfde resultaat geven, zolang schade en behaalde voordelen worden verrekend. Dit is overigens inherent aan de methode van vermogensvergelijking.

⁵⁹ In de Verenigde Staten wordt in het kader van prospectusaansprakelijkheid bijvoorbeeld rekening gehouden met de koersstijging.

Hoe verloopt de analyse indien de belegger het aankoopbedrag zonder de misleidende voorstelling van zaken alternatief zou hebben belegd?⁶⁰ Indien de vermogenspositie (op de peildatum) bij alternatieve aanwending van het aankoopbedrag *slechter* zou zijn geweest dan de vermogenspositie zoals deze in werkelijkheid is nadat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, heeft de belegger geheel geen schade geleden. Weliswaar kan er sprake zijn van een verlies door de bekendwording van de misleiding, maar het totale rendement op het desbetreffende aandeel kan desondanks hoger zijn dan het rendement dat de belegger had behaald bij alternatieve aanwending van het aankoopbedrag. De belegger heeft dan geen schade geleden, maar een voordeel behaald. Indien de vermogenspositie (op de peildatum) bij alternatieve aanwending van het aankoopbedrag *beter* zou zijn geweest dan de vermogenspositie zoals deze in werkelijkheid is (op de peildatum), is er sprake van vermogensschade. Daarbij zijn verschillende varianten denkbaar. In de eerste plaats kan het zijn dat het vermogen in werkelijkheid is afgenomen (ten opzichte van het ingelegde bedrag), terwijl het bij alternatieve aanwending zou zijn toegenomen. In dit geval kan men het waardeverlies ten opzichte van de aankoopprijs kwalificeren als een geleden verlies, en de gemiste vermogenstoename (ten opzichte van de aankoopprijs) als gederfde winst in de zin van art. 6:96 lid 1 BW. In de tweede plaats is denkbaar dat het vermogen in werkelijkheid is afgenomen, maar ook bij alternatieve aanwending zou zijn afgenomen, alleen met een kleiner bedrag. Slechts het verschil tussen de beide vermogensposities kan dan worden gezien als verlies als gevolg van de misleiding. Ten derde is denkbaar dat het vermogen in werkelijkheid is toegenomen (na *disclosure* staat de koers van de effecten – ondanks de residuele koersdaling – hoger dan de aankoopprijs), maar minder dan als de belegger het aankoopbedrag alternatief had belegd. In dat geval zou men kunnen spreken van gederfde winst. Het voorgaande kan worden samengevat in de volgende formule (waarbij is geabstraheerd van tussentijdse uitkeringen op het effect):⁶¹

$$D = I * (1 + r_{alt}) - A * WP_{actueel} \quad (9)$$

Waarbij I en A dezelfde betekenis hebben als hiervoor⁶², $WP_{actueel}$ staat voor de actuele koers na *disclosure*, en r_{alt} staat voor het (beleggings)rendement in procenten bij alternatieve aanwending van het aankoopbedrag. Men ziet hier dat het nadeel gelijk is aan de vermogenspositie in geval van alternatieve aanwending ($I * (1 + r_{alt})$), verminderd met de waarde van de eindpositie na *disclosure*

60 Ik merk overigens op dat de belegger in dit geval geen transactiekosten kan opvoeren als schadepost. De transactiekosten waren zonder de misleiding (ongeveer) even hoog geweest, zodat het causaal verband ontbreekt.

61 $D = \text{resultaat zonder OD} - \text{resultaat met OD} = (I * (1 + r_{alt}) - I) - (P_{actueel} * A - I)$. Herschrijven van termen geeft het gevonden resultaat in de hoofdttekst.

62 I staat dus voor het investeringsbedrag en A voor het aantal gekochte effecten.

$(A * WP_{actueel})$. Stel bijvoorbeeld dat de belegger 10 aandelen X heeft gekocht voor een prijs van € 100, de koers van het aandeel X na bekendwording van de waarheid op € 60 staat, en de belegger zonder de misleiding zou hebben belegd in aandeel Y en daarmee een rendement van 5% zou hebben behaald, waardoor het investeringsbedrag zou zijn vermeerderd tot € 1050. In dit geval is de schade gelijk aan $(1050 - 600 =) € 450$. Dit bedrag is uit te splitsen in een verlies van € 400 en gederfde winst van € 50. Indien de belegger het investeringsbedrag zonder de onrechtmatige gedraging in een oude sok had gestopt is r_{alt} gelijk aan nul. De formule versimpelt dan tot formule (6), omdat het investeringsbedrag I ook kan worden geschreven als $A * WP_A$. In geval van een tussentijdse verkoop wordt de formule:

$$D = I * (1 + r_{alt}) - ((A - V) * WP_{actueel} + V * WP_V) \quad (10)$$

Indien in het gegeven getallenvoorbeeld de belegger tussentijds 5 aandelen X verkoopt tegen een koers van € 80, is de schade gelijk aan $(1050 - (5 * 60 + 5 * 80) =) € 350$.

Ik merk hier reeds op dat het in de praktijk vaak zeer problematisch is om vast te stellen hoe de belegger zou hebben gehandeld indien hij niet was misleid, en wat dus het alternatieve rendement r_{alt} zou zijn geweest. De rechter heeft op basis van art. 6:97 BW evenwel de nodige vrijheid om de omvang van de geleden schade te begroten of schatten⁶³ (zie hierna ook § 5.3.4.a).

j. Aankoop zou gedeeltelijk zijn verricht zonder de misleiding

Hierboven ben ik voor twee vormen van transactiecausaliteit ingegaan op de schade die feitelijk het gevolg is van een misleidende voorstelling van zaken. Ik heb echter geabstraheerd van een bepaalde casus. Dat betreft het geval waarin de belegger zonder de misleidende voorstelling van zaken minder effecten had willen kopen, of voor een lager totaalbedrag effecten had willen kopen (tegen de dan geldende marktprijs). In dit geval zou de aankoop zonder de misleiding *gedeeltelijk* zijn verricht. Bovendien kan zonder de misleiding de marktprijs lager zijn geweest. De reden dat ik eerder niet ben ingegaan op dit geval, is dat de bepaling van het feitelijke nadeel op basis van de vermogensvergelijkingsmethode hier erg complex is. Indien de marktprijs lager zou zijn geweest op het moment van aankoop, kan het nadeel van de belegger worden uitgedrukt op basis van een combinatie van de

63 Men spreekt hier ook wel van vaststelling van de schade naar billijkheid (ex aequo et bono). Vgl. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 271–273, verwijzend naar KCHB 8 januari 2004, JOR 2004/52; KCD 3 maart 2004, nr. 29; KCD 20 februari 2003, nr. 34; KCD 10 juni 2004, nr. 93. Zie voor meer en recentere voorbeelden van uitspraken van de KCD en KCHB ook www.dsi.nl (onder 'Commissies en Jurisprudentie') alsmede www.kifid.nl (onder 'Uitspraken').

formules die hiervoor zijn geïntroduceerd.⁶⁴ In het vervolg van dit boek zal ik abstraheren van deze mogelijkheid. Dit is te rechtvaardigen, omdat in de praktijk een belegger vermoedelijk niet vaak voor dit anker zal gaan liggen, vanwege de moeilijkheid om de stelling te bewijzen.

k. Bijzonderheden in geval van aankopen op de primaire markt

Indien beleggers na uitgifte van een misleidend prospectus effecten kopen op de primaire markt (de markt voor nieuwe effecten), kan een onderscheid worden gemaakt tussen een aankoop in het kader van een ‘emissie ter introductie’ waarbij ter gelegenheid van de emissie een beursnotering wordt verkregen (een *Initial Public Offering* of *IPO*), en aankopen in het kader van latere emissies waarbij reeds een officiële beursnotering bestaat (een *Seasoned Equity Offering* of *SEO*).⁶⁵

Zowel bij een IPO als bij een SEO wordt de uitgiftekoers vastgesteld door de (begeleidende banken van de) uitgevende instelling, zodat de prijs waartegen beleggers de effecten kopen anders dan op de secundaire markt geen directe resultante is van vraag en aanbod. Hoe wordt de prijs vastgesteld?

Bij een IPO wordt de uitgifteprijs meestal bepaald met behulp van de bookbuilding-methode.⁶⁶ Eerst wordt op basis van een analyse van de onderneming en de marktsector waarin de onderneming actief is een bandbreedte voor een redelijke introductieprijs vastgesteld. Vervolgens wordt een voorlopig prospectus gepubliceerd, dat een bandbreedte vermeldt voor de verkoopprijs van de stukken. Na aankondiging van de voorgenomen beursgang worden beleggers uitgenodigd om in te schrijven op de aandelen, onder opgave van het aantal gewenste stukken, en tegen welke prijs.⁶⁷ Aan de hand van de inschrijvingen c.q. kennisgevingen wordt het ‘boek’ opgebouwd. Daarmee kan de interesse voor de te introduceren stukken gepeild worden.⁶⁸ Na afloop van de inschrijvingsperiode kan de optimale

64 Afgeleid kan worden dat als de belegger niet bedrag I , maar slechts bedrag I_{nietOD} had willen investeren in het effect, het nadeel kan worden uitgedrukt als: $D = WP_{actueel} * (I_{nietOD}/HP_A - I/WP_A) + (I - I_{nietOD}) * (1 + r_{alt.})$. De eerste term is een aanpassing van formule (4). De tweede term ziet op het alternatieve rendement dat behaald zou zijn op het *te veel* geïnvesteerde bedrag, vergelijkbaar met de term in formule (9). Als de belegger opdracht zou hebben gegeven om niet aantal A , maar slechts aantal A_{nietOD} had gekocht, kan worden afgeleid dat het nadeel is uit te drukken als: $D = A * (WP_A - HP_A) - (A - A_{nietOD}) * (WP_{actueel} - HP_A) + (I - A_{nietOD} * HP_A) * r_{alt.}$ Hierbij is de eerste term gelijk aan formule (2), de tweede term een correctiefactor om rekening te houden met het feit dat de belegger zonder de misleiding minder effecten zou hebben verkregen, en de derde term het rendement dat behaald zou zijn op het bedrag dat zonder de misleiding alternatief zou zijn aangewend.

65 Zie Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 90; Nelemans 2007, p. 365.

66 Zie hierover uitvoerig Van der Pauw & Stevens 1999; De Rooy 2003, p. 28–30. Zie voorts Hof Amsterdam 3 mei 2007, JOR 2007/154, r.o. 2.20.1–3.

67 Particuliere beleggers kunnen doorgaans slechts bestens inschrijven in aantallen. Voor institutionele beleggers bestaat de mogelijkheid tot staffeling, waarbij tegen meerdere koersen voor verschillende aantallen kan worden ingeschreven. Zie De Rooy 2003, p. 29.

68 Bij World Online bleek bijvoorbeeld uit de *book building* dat bij een prijs van € 43 per aandeel belangstelling bestond voor meer dan twintig maal het aantal beschikbare aandelen.

introductieprijs vastgesteld worden, alsmede de verdeling van de stukken onder de inschrijvers.

Bij een SEO worden de financiële instrumenten van de uitgevende instelling reeds in de secundaire markt verhandeld. Het prijsmechanisme en de informatievoorziening in de secundaire markt kunnen derhalve worden gebruikt bij de prijsbepaling van nieuw uit te geven financiële instrumenten.⁶⁹ Om de emissie te doen slagen zal de uitgiftekoers veelal wel beneden de beurskoers worden vastgesteld, hetgeen een waardedrukkend effect heeft op de bestaande effecten.⁷⁰

Hierboven heb ik uiteengezet dat voor beleggers die (stellen dat zij) de effecten zonder de misleidende voorstelling van zaken tegen de dan geldende lagere (uitgifte)prijs hadden gekocht, twee verschillende methoden van schadebegroting kunnen worden gehanteerd. Aangezien beleggers inschrijven in *aantallen* effecten en deze aantallen vervolgens geheel of gedeeltelijk worden verkregen, lijkt de hierboven behandelde schadebegrotingsmethodiek waarbij wordt gekeken naar het bedrag dat nodig is om het te geringe aantal verkregen effecten alsnog te kunnen kopen, minder relevant.⁷¹

Problematisch bij aankopen op de primaire markt (en de directe *aftermarket*) is het bepalen van de (lagere) hypothetische uitgiftekoers die zonder de misleiding tot stand zou zijn gekomen, vooral in geval van een IPO. Hoewel met behulp van de bookbuilding-methode wordt getracht te bereiken dat de markt zo veel mogelijk zelf de uitgifteprijs vaststelt, is het de vraag of met een acceptabele mate van nauwkeurigheid kan worden geschat hoe hoog de uitgifteprijs zou zijn geweest zonder de misleiding. De koers van de geïntroduceerde fondsen kan kort na opening van de handel sterk schommelen, omdat de marktwerking nog onvolkomen is. In de World Online-zaak⁷² was de markt voor aandelen World Online ten tijde van de introductie onevenwichtig door een groot aantal (bestens) verkooporders tegenover een betrekkelijk gering aantal kooporders. In zulk een geval zal stabilisatie van de koers tot op zekere hoogte geoorloofd zijn.⁷³ Bij de schatting van de hypothetische zuivere uitgiftekoers, zal gebruik moeten worden gemaakt van de (residuele) koersdaling op het moment dat de waarheid bekend wordt (zie § 5.2).⁷⁴

69 Nelemans 2007, p. 365.

70 Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 91.

71 Hier zou wellicht tegenin gebracht kunnen worden dat beleggers bij inschrijving toch zullen uitgaan van een bepaald maximumbedrag dat zij willen investeren. Door in te schrijven in aantallen nemen beleggers echter een zekere variabiliteit in het uiteindelijk geïnvesteerde bedrag op de koop toe.

72 HR 29 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

73 Het hof had geoordeeld dat stabilisatie noodzakelijk was en ook van het begeleidende bankensyndicaat verlangd mocht worden. Volgens de Hoge Raad is stabilisatie van de koers boven het niveau van de uitgifteprijs evenwel niet geoorloofd.

74 Ik zal nog ingaan op de vraag of een aanvullende wettelijke bepaling inzake prospectusaansprakelijkheid wenselijk is om de procespositie van beleggers te versterken en de moeilijkheden ter zake van de schadebegroting het hoofd te bieden (§ 5.3.4.c).

In het kader van de vraag welke schade feitelijk wordt geleden, moet nog worden gewezen op een overweging van de Hoge Raad in de World Online-zaak⁷⁵. Hij overweegt (r.o. 4.11.2):

“In beginsel [moet] aangenomen worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.”

Opvallend is dat de Hoge Raad hier ten aanzien van een aankoop op de *primaire* markt overweegt dat de belegger *niet* tot aankoop zou zijn overgaan, en kennelijk niet voor mogelijk houdt dat de belegger *op andere voorwaarden* tot aankoop zou zijn overgegaan. Dit in tegenstelling tot aankopen op de secundaire markt, waar kennelijk beide mogelijkheden zich kunnen voordoen.

Ik begrijp de geciteerde overweging van de Hoge Raad niet helemaal. Het feit dat een prospectus misleidend is, wil niet zeggen dat de aangeboden effecten in werkelijkheid waardeloos zijn. Als men de misleiding in het prospectus wegdenkt, is goed denkbaar dat (professionele) beleggers wel hadden ingeschreven op het voorlopige prospectus, maar onder opgave van een kleiner aantal gewenste stukken, en/of tegen een lagere prijs (die nog binnen de mogelijke bandbreedte valt). De uitgiftekoers zou in dat geval waarschijnlijk op een lager niveau zijn vastgesteld, gelet op de toepassing van de bookbuilding-methode die rekening houdt met de belangstelling voor het effect. Aangezien er dan wel (beperkt) was ingeschreven, en de uitgiftekoers lager was, kan worden gezegd dat de beleggers op de primaire markt zonder de misleiding niet op dezelfde voorwaarden tot aankoop zouden zijn overgegaan. Deze groep beleggers kan wel kleiner zijn dan de groep beleggers die in werkelijkheid heeft gekocht. Dit is echter slechts een erkenning van het feit dat er ook beleggers zouden zijn geweest die het effect in het geheel niet hadden willen kopen.

De overweging van de Hoge Raad kan ik beter begrijpen in het licht van de feiten van de World Online-zaak. De bandbreedte voor inschrijving lag op € 35 tot € 43, terwijl de bestuursvoorzitter van World Online op een eerder moment aandelen had verkocht voor € 6, zonder dat deze informatie in het prospectus was vermeld. De Hoge Raad oordeelt dat deze omissie het prospectus misleidend maakt. Zou men de misleiding wegdenken, met andere woorden veronderstellen dat de prijs van € 6 in het (voorlopige) prospectus was vermeld, dan is het niet onaannemelijk dat beleggers niet hadden willen inschrijven op een bandbreedte van € 35 tot € 43. Problematisch is echter dat de hierboven weergegeven overweging is losgeweekt van de feiten van de World Online-zaak, en geplaatst is onder de kop ‘algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroduktie’. Theoretisch kan men zeggen dat er een mogelijkheid bestaat dat beleggers tegen andere voorwaarden zouden hebben gekocht op de primaire markt, zolang er binnen de

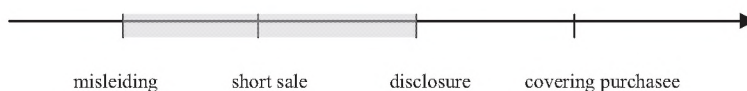
⁷⁵ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

mogelijke (prijs)bandbreedte belangstelling in de markt is voor het aantal te plaatsen effecten. Wat hier verder van zij, de overweging van de Hoge Raad impliceert dat bij beantwoording van de vraag welke schade feitelijk het gevolg is van de misleiding, geen acht hoeft te worden geslagen op de mogelijkheid dat de aankoop tegen een lagere uitgiftekoers zou zijn geschied.

l. Bijzonderheden in geval van short sellers

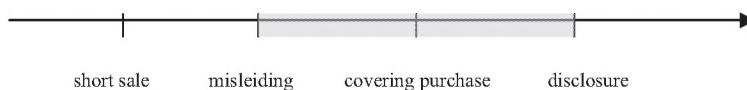
Short sellers vormen een bijzondere categorie beleggers. Ik heb betoogd dat de relativiteitseis niet in de weg staat aan schadevergoedingsvorderingen van short sellers (§ 2.6.4.a). Om de schade te bepalen die door short sellers wordt geleden, maak ik een onderscheid tussen drie gevallen, die alle betrekking hebben op een situatie waarin misleidende berichtgeving leidt tot een kunstmatig hoge beurskoers.

Een eerste geval betreft de volgende keten van gebeurtenissen: (i) de vennootschap geeft een onjuiste voorstelling van zaken, (ii) de short seller verkoopt effecten short, (iii) de onjuiste voorstelling van zaken wordt bekend in de markt, waardoor de kunstmatige inflatie uit de koers verdwijnt, (iv) de short seller koopt effecten ter afdekking van zijn verplichtingen jegens de uitlener van effecten (*covering purchase*). Schematisch kan dit als volgt worden weergegeven (waarbij de grijze balk het tijdvak weergeeft waarin de koers op een onzuiver hoog niveau staat):



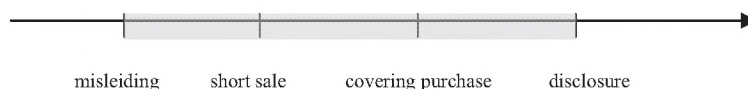
Bij deze feitelijke gang van zaken lijdt de short seller geen schade. Integendeel, hij behaalt een voordeel door de bekendwording van de misleiding. Hij heeft de effecten tegen een kunstmatig hoge koers verkocht, en kan de effecten inkopen tegen een zuivere koers.

In het tweede geval is er sprake van een ander feitelijk verloop: (i) de short seller verkoopt effecten, (ii) de vennootschap geeft een onjuiste voorstelling van zaken, (iii) de short seller verricht de *covering purchase* en (iv) de onjuiste voorstelling van zaken wordt bekend in de markt en de koers daalt. Schematisch:



Nu lijdt de short seller schade als gevolg van de misleiding. De short seller betaalt bij de *covering purchase* immers meer voor de effecten dan indien de onrechtmatige gedraging niet had plaatsgevonden. De schade is gelijk aan de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop, vermenigvuldigd met het *aantal* effecten dat de short seller kocht ter afdekking van zijn verplichtingen: $D = A * (WP_A - HP_A)$.

Het laatste geval kent de volgende keten van feitelijke gebeurtenissen: (i) de misleiding, (ii) de short sale, (iii) de covering purchase, (iv) bekendwording van de misleiding in de markt. Schematisch:



In deze situatie kan de short seller feitelijk nadeel lijden indien de kunstmatige inflatie door invloed van marktkrachten toenam gedurende de periode dat de koers kunstmatig hoog was. Stel dat een beursvennootschap die actief is in de oliemarkt ten onrechte melding maakte van de ontdekking van een nieuw olieveld. Indien de prijs van olie stijgt, neemt ook de marktwaarde van deze mededeling toe, waardoor de kunstmatige inflatie kan toenemen. Op het moment van de short sale behaalt de short seller een voordeel. Op het moment van de covering purchase (en daaropvolgende levering van de effecten aan de uitlener) lijdt de short seller schade.⁷⁶ Algebraïsch kan het nadeel – na verrekening van voordelen en schade – als volgt worden uitgedrukt: $D = A * (WP_A - HP_A) - V * (WP_V - HP_V)$, waarbij $A = V$.

Bovenstaande analyse kan worden gegeneraliseerd voor het geval dat er meerdere short sales en covering purchases worden gedaan. Deze exercitie laat ik hier echter achterwege.

m. Eindconclusies

Om vast te stellen welke schade feitelijk het gevolg is van de misleiding, moet de vermogenstoestand zoals deze in werkelijkheid is worden vergeleken met de vermogenstoestand zoals die (vermoedelijk) zou zijn geweest indien de onrechtmatige gedraging niet zou hebben plaatsgevonden (vermogensvergelijking).⁷⁷ De toestand zoals deze zou zijn geweest is mede afhankelijk van het antwoord op de vraag hoe de belegger zou hebben gehandeld indien de onrechtmatige daad niet had plaatsgevonden (althans wat hij daaromtrent stelt). Ik heb onderscheiden tussen het geval waarin (i) de belegger bij een juiste voorstelling van zaken de aankoop de effecten wel zou hebben gekocht, maar tegen een lagere marktprijs, en (ii) de belegger bij een juiste voorstelling van zaken de effecten in het geheel niet zou hebben gekocht (ook niet tegen de dan geldende marktprijs). Ik noem dit twee modaliteiten van *transactiecausaliteit*.

Bij de eerstgenoemde modaliteit van transactiecausaliteit geldt dat als het *aantal* bij aankoop gekochte effecten als vertrekpunt wordt genomen, de schade die

⁷⁶ Hieraan doet niet af dat de effecten op dat moment een marktwaarde hebben die gelijk is aan het betaalde aankoopbedrag (per effect).

⁷⁷ Het gaat dus niet om een vergelijking met de toestand zoals die zonder de onrechtmatige daad *was*, maar om een vergelijking met de toestand zoals die zonder de onrechtmatige daad *zou zijn geworden*.

feitelijk het gevolg is van de misleiding gelijk is aan de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop, vermenigvuldigd met het aantal gekochte aandelen.⁷⁸ Ik heb betoogd dat op het moment van aankoop geen vermogensschade wordt geleden als gevolg van de misleiding, maar de schade zich materialiseert in de mate waarin de kunstmatige inflatie uit de koers verdwijnt terwijl de effecten nog worden gehouden (en daarmee voor rekening van de belegger is gekomen). Indien de belegger ook effecten heeft verkocht vóórdat de kunstmatige inflatie geheel uit de koers is verdwenen, heeft de schade zich dus voor een deel niet gerealiseerd. Voor het bepalen van de omvang van het feitelijk geleden nadeel wordt dan relevant of de kunstmatige inflatie in de koers na aankoop gelijk bleef, groter of kleiner werd. Indien de kunstmatige inflatie kleiner werd tussen het moment van aankoop en (tussentijdse) verkoop, heeft de schade op de verkochte effecten zich gedeeltelijk gematerialiseerd. Indien de kunstmatige inflatie constant bleef, is op de verkochte effecten geen schade geleden. Indien de kunstmatige inflatie toenam, is op de (tussentijds) verkochte effecten geen schade geleden, maar een voordeel behaald. In dat geval moet het voordeel naar mijn oordeel worden verrekend met de schade op de effecten die wel worden gehouden tot het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt.

Indien bij de eerste vorm van transactiecausaliteit niet het aantal gekochte effecten, maar het *investeringsbedrag* als uitgangspunt wordt genomen, kan de schade worden gezien als het bedrag dat – na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap – nodig is om het door de misleiding (netto) te gering aantal verkregen effecten alsnog te kunnen kopen. Anders gezegd gaat het om de huidige waarde van het aantal effecten dat ten onrechte niet is verkregen, zoals bepaald door de koers na bekendwording van de waarheid. De schade kan ook worden omschreven in termen van een geleden verlies en gederfde winst (zie § 4.4.1.h).

Indien een belegger (stelt dat hij) de effecten niet zou hebben gekocht als geen misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap was gegeven, hangt de schadeomvang af van de vraag hoe de belegger het aankoopbedrag alternatief zou hebben aangewend. Indien de belegger niet zou hebben belegd, kan de schade worden bepaald door vergelijking van het aankoopbedrag met de vermogenspositie na het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Indien een belegger op het laatstgenoemde moment verkoopt, is de schade gelijk aan het aantal verkregen effecten, vermenigvuldigd met het verschil tussen de betaalde aankoopprijs en de verkoopprijs. Indien een belegger

⁷⁸ Gemakshalve is hierbij verondersteld dat het rendement bij alternatieve aanwending van het te veel betaalde bedrag (in het tijdvak van aankoop tot het moment waarop de waarheid bekend werd) gelijk is aan nul. Indien het alternatieve rendement wordt gesteld op de (spaar- of wettelijke) rente, is de feitelijke schade het in de hoofdttekst genoemde bedrag, vermenigvuldigd met $(1 + r)$, waarbij r staat voor de rente. Indien voor het alternatieve rendement wordt gekeken naar een beleggingsindex, wordt de feitelijke schade gelijk aan het in de hoofdttekst genoemde bedrag, vermenigvuldigd met $(1 + r_{\text{index}})$, waarbij r_{index} staat voor het rendement op de index.

de effecten is blijven houden na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap, verkleint een latere koersstijging de schade, terwijl een latere koersdaling de schade vergroot. Indien de belegger het aankoopbedrag zonder de misleidende voorstelling van zaken alternatief zou hebben belegd, moet de schade worden bepaald door vergelijking van het hypothetische vermogen op een peildatum (het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap), met de daadwerkelijke vermogenspositie.

De omvang van de residuele koersdaling – de koersdaling die het gevolg is van de bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap, gecorrigeerd voor exogene factoren – speelt in bovenstaande analyse geen directe rol. Indirect is de residuele koersdaling toch van belang omdat de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop doorgaans niet direct waarneembaar is.⁷⁹ De residuele koersdaling zal vaak een startpunt zijn voor het bewijs van het verloop van de kunstmatige inflatie. In hoofdstuk 5 zal ik hier nog uitgebreid bij stilstaan.

Hierna zal nog worden behandeld of schade per effect die het bedrag van de residuele koersdaling overstijgt wel kan worden aangemerkt als schade die ex art. 6:98 BW toegerekend kan worden aan de schadeveroorzaker. Ik zal betogen dat deze waardedaling in beginsel een bovengrens is voor de rechtens vergoedbare schade per effect (§ 4.5.3.d-e).

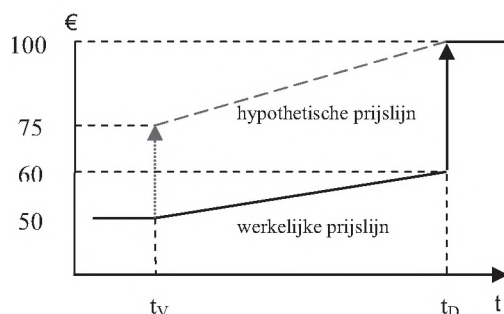
4.4.2 Verkoop na een misleidend negatieve voorstelling van zaken

a. Inleiding

Denkbaar is dat door het achterhouden van positieve, koersgevoelige informatie of het verspreiden van misleidend negatieve berichten de koers op een kunstmatig laag niveau staat. De uitgevende instelling zou bijvoorbeeld zo kunnen handelen indien zij goedkoop haar eigen aandelen wil inkopen of indien zij een komende overname niet in gevaar wil brengen. Beleggers die hun effecten hebben verkocht nadat de misleidende voorstelling wordt gegeven, maar voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, kunnen hierdoor schade lijden. Het gaat hierbij om schade in de vorm van gederfde winst. Voorbeelden van het hier bedoelde geval zijn de acties van de VEB tegen Vedior en Numico, op grond van de stelling dat deze vennootschappen niet adequaat hebben gereageerd op fusiegeruchten en de markt te laat hebben geïnformeerd (zie § 6.4). Eerst na stillegging van de handel door de AFM werd door middel van een persbericht aangekondigd dat er gesprekken werden gevoerd over een overname (Vedior), en dat Danone Numico zou overnemen. De koers was op de desbetreffende ochtend echter al aanzienlijk gestegen, waardoor beleggers die hun effecten die ochtend hebben verkocht stellen schade te hebben geleden.

⁷⁹ Dit is slechts anders indien er sprake is van een voor de markt onverwachte en misleidend positieve mededeling die ertoe leidt dat de koers onmiddellijk omhoog springt en een belegger direct na die koerssprong koopt.

Een eenvoudig voorbeeld van het hier bedoelde geval heb ik hieronder in de figuur getekend. De koers staat op het moment van verkoop (t_V) op € 50, terwijl de koers € 75 zou zijn geweest als de positieve informatie tijdig bekend was gemaakt. Op het moment van de disclosure (t_D) springt de koers op van € 60 naar € 100.



Om de schade te bepalen, kunnen opnieuw twee vormen van transactiecausaliteit worden onderscheiden: (i) zonder de misleiding zou de verkooptransactie ook tot stand zijn gekomen, maar tegen een hogere marktprijs en (ii) zonder de misleiding zou de verkooptransactie niet, althans niet op dat moment tot stand zijn gekomen (tegen de dan geldende marktprijs).⁸⁰

b. Verkoop tegen hogere marktprijs

De feitelijk geleden schade kan worden vastgesteld vanuit het *aantal* verkochte effecten (vgl. § 4.4.1.b-g), of vanuit het *verkoopbedrag* (vgl. § 4.4.1.h).

In het eerste geval geldt dat de feitelijk geleden schade gelijk aan het aantal verkochte aandelen, vermenigvuldigd met de kunstmatige deflatie op het moment van verkoop.⁸¹ In formulevorm kan men dit aldus uitdrukken:⁸²

$$D = V * (HP_V - WP_V) \quad (11)$$

80 Denkbaar is dat beleggers de desbetreffende effecten niet hebben gekocht als gevolg van de misleidend negatieve voorstelling van zaken, terwijl ze dit anders wel zouden hebben gedaan. Daarop ga ik niet in. Voorts abstraheer ik ook hier van de mogelijkheid dat de belegger bij een juiste voorstelling van zaken minder effecten zou hebben verkocht, of tegen een lager bedrag had willen verkopen.

81 Overigens merk ik op dat de belegger in dit geval geen transactiekosten kan opvoeren als schadepost. Indien een belegger opdracht gaf om een bepaald *aantal* effecten te verkopen, heeft hij een voordeel behaald indien de provisie een percentage van het verkoopbedrag is. Zonder de onrechtmatige gedraging had hij immers meer provisie moeten betalen.

82 De formule is bepaald door vergelijking van de vermogenstoestand zoals deze is, met de vermogenstoestand zoals deze zou zijn geworden. Uitgeschreven is dit $D = V * HP_V - V * WP_V$.

Hierbij staat V voor het aantal verkochte aandelen, en $(HP_V - WP_V)$ voor de kunstmatige deflatie op het moment van verkoop. Indien bijvoorbeeld een belegger twee aandelen heeft verkocht voor € 50, die door een ophanden zijnde overname in feite € 75 waard waren op het moment van verkoop, is de totale feitelijke schade $(2 * (75 - 50) =) € 50$. Het is verder van belang om op te merken dat op het moment van verkoop direct vermogensschade wordt geleden (gederfde winst). Dit is een verschil met de situatie waarin de belegger een aandeel koopt tegen een kunstmatig hoge koers als gevolg van een misleidend positieve voorstelling van zaken (§ 4.4.1.b).

Ik heb verondersteld dat er geen aankopen meer plaatsvinden voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt. In dat geval is ook irrelevant of de kunstmatige deflatie in de koers na de verkoopdatum toeneemt, afneemt of gelijk blijft. Indien een belegger de desbetreffende effecten bijkoopt voordat de markt bekend wordt met de misleiding, behaalt hij een voordeel omdat hij koopt tegen een kunstmatig lage koers. Ik heb betoogd dat dit voordeel moet worden verrekend met de schade (de gederfde winst). Het voordeel vloeit immers voort uit hetzelfde gebeurtenis als de schade, is redelijkerwijs te voorzien, en hangt nauw samen met het geleden nadeel op gekochte effecten (§ 2.5.4.a). In dat geval kan het totale nadeel worden beschreven als:

$$D = V * (HP_V - WP_V) - A * (HP_A - WP_A) \quad (12)$$

Hierbij is V het aantal verkochte effecten, en $(HP_V - WP_V)$ is de kunstmatige deflatie op het moment van verkoop, A het aantal later gekochte effecten, en $(HP_A - WP_A)$ de kunstmatige deflatie op het moment van aankoop. Deze formule is het spiegelbeeld van die voor de situatie van schade als gevolg van aankoop tegen een kunstmatig hoge koers (zie formule (3) in § 4.4.1.d).

Indien het verkoopbedrag als uitgangspunt wordt genomen, kan een vergelijkbare analyse worden gemaakt als hierboven (§ 4.4.1.h). De belegger verkoopt dan meer effecten dan als de onrechtmatige gedraging niet had plaatsgevonden. Hij raakt te veel effecten kwijt door de verkoop. Nadat de misleiding bekend wordt, is de feitelijk geleden schade te begroten op het bedrag dat nodig is om het aantal effecten dat bij het ontbreken van de misleiding niet was verkocht weer bij te kunnen kopen.⁸³ In formulevorm kan men dit aldus uitdrukken.⁸⁴

83 Overigens merk ik op dat de belegger in dit geval geen transactiekosten kan opvoeren als schadepost. Zonder de misleiding zouden voor hetzelfde bedrag effecten zijn verkocht. De betaalde provisie zou dus even hoog zou zijn geweest. Er is geen schade geleden. Men zou het ook aldus kunnen verwoorden dat een causaal verband tussen de misleidende berichtgeving en de betaalde provisie ontbreekt.

84 De formule is bepaald door vergelijking van de vermogenstoestand zoals deze zonder de misleiding zou zijn geworden, met de vermogenstoestand zoals deze feitelijk is. Uitgeschreven is dit $D = [S + HP_{actueel} * (S/HP_V - S/WP_V)] - S$. Na bekendwording van de waarheid geldt $HP_{actueel} = WP_{actueel}$.

$$D = WP_{actueel} * (S/WP_V - S/HP_V) \quad (13)$$

Hierbij is S het totale verkoopbedrag. De term S/WP_V geeft aan hoeveel effecten werkelijk zijn verkocht. De term S/HP_V staat voor het – kleinere – aantal effecten dat verkocht zou zijn indien de koers op een hoger niveau (HP_V) had gestaan. Uit de methode van vermogensvergelijking kan worden afgeleid dat op het moment van verkoop direct vermogensschade wordt geleden. Hoewel voor hetzelfde bedrag zou zijn verkocht, zou de belegger in het hypothetische geval nog meer effecten hebben gehad, die een positieve marktwaarde hebben.

Indien rekening wordt gehouden met (latere) aankopen in de periode dat de koers kunstmatig laag was, wordt de formule iets complexer:

$$D = WP_D * (S/WP_V - S/HP_V - (I/WP_A - I/HP_A)) \quad (14)$$

De formule bevat een correctie om ervoor te zorgen dat de schade gelijk is aan het bedrag dat achteraf nodig is om het aantal effecten te kunnen kopen dat *netto* te veel is verkocht in de periode dat de misleiding voortduurde.

c. Verkoop zou niet zijn verricht zonder de misleiding

Denkbaar is dat de belegger (stelt dat hij) niet zou hebben verkocht indien een juiste voorstelling van zaken was gegeven (ook niet tegen de dan geldende marktprijs). Zo zou een belegger bij tijdige aankondiging van (voorbereidingen van) een openbaar bod een nog hoger concurrerend bod kunnen verwachten, of via een uitkoopprocedure een hogere prijs kunnen verwachten. Wat is hier de schade? De methode van vermogensvergelijking houdt in casu in dat de gerealiseerde verkoopopbrengst moet worden vergeleken met het beleggingsresultaat indien de effecten waren aangehouden. Als peildatum kan weer de actuele datum worden gekozen, of – wat mijn voorkeur zou hebben – het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt.

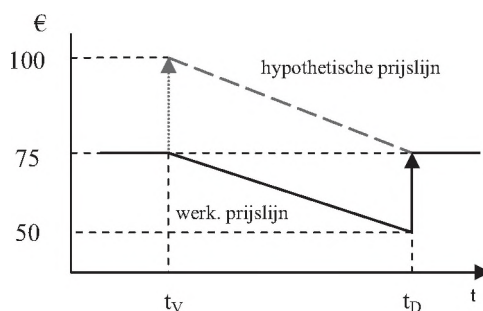
Strikt genomen is bij de vergelijkingsmethode tevens van belang om te kijken naar de wijze waarop de belegger de verkoopopbrengst heeft aangewend tot aan de peildatum (is het geld op een spaarrekening gezet, of is het belegd in een ander beleggingsobject?). Het lastige hieraan is echter dat als de verkoopopbrengst onderdeel gaat uitmaken van het totale vermogen van de belegger, het bedrag daarna niet meer ‘gevolgd’ kan worden om te bepalen wat er vervolgens mee is gebeurd. Men kan slechts bepaalde veronderstellingen hierover doen. Gemakshalve zal ik hierna abstraheren van het resultaat dat met de verkoopopbrengst is behaald in de periode dat de misleiding voortduurde. Anders gezegd neem ik aan dat de actuele vermogenspositie stationair is gebleven tot aan het moment waarop de waarheid bekend wordt.

De schade kan op basis van de methode van vermogensvergelijking na bekendwording van de waarheid worden uitgedrukt als:

$$D = V * (WP_{actueel} - WP_V) \quad (15)$$

In woorden is dit het aantal verkochte effecten (V), vermenigvuldigd met het verschil tussen de actuele koers na bekendwording van de waarheid ($WP_{actueel}$) en de daadwerkelijk ontvangen verkoopprijs (WP_V).^{85,86} De schadeomvang hangt blijkens de formule af van het verloop van de werkelijke koers na bekendwording van de waarheid. Als deze koers lager wordt, neemt de schade af. Indien de koers hoger wordt, neemt de schade toe. Het is een normatieve vraag in hoeverre deze schadevermindering c.q. -vermeerdering een rol moet spelen bij het toekennen van schadevergoeding. Hierna zal nog blijken dat mijns inziens de schadevermeerdering of -vermindering na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap in beginsel geen rol moet spelen bij de vaststelling van de schadeomvang (§ 4.5.4.a).

Een vraag die nog enige aandacht vergt in het geval dat de belegger de effecten zonder de misleiding niet zou hebben verkocht, is of ook schadevergoeding kan worden gevorderd indien na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap sprake is van een waardestijging, maar de actuele koers of prijs waartegen de belegger nadien (weer) aankoopt wel lager is dan of gelijk is aan de oorspronkelijke verkoopprijs. Ik heb een voorbeeld van deze situatie hieronder getekend:



Uit de vergelijkingsmethode volgt dat de schadeomvang na bekendwording van de waarheid nul is, omdat de actuele koers op hetzelfde niveau ligt als de verkoopprijs.

85 De formule volgt uit de methode van vermogensvergelijking, waarbij de werkelijke vermogenstoestand wordt vergeleken met de vermogenstoestand zoals die zonder de misleiding zou zijn geworden. De schade kan voor een willekeurig moment t dan worden geschreven als $D_t = V * HP_t - V * WP_V = V * (HP_t - WP_V)$. Nadat de waarheid bekend is geworden, geldt $HP_t = WP_t$.

86 Indien de belegger transactiekosten opvoert als schadepost, moet de vraag worden beantwoord wanneer de belegger de effecten zou hebben verkocht. Op een later moment zouden dan alsnog provisiekosten worden gemaakt. Deze kunnen – afhankelijk van het koersniveau op dat moment – zowel hoger als lager uitvallen dan de daadwerkelijk betaalde provisie. Schade wordt slechts geleden indien het koersniveau op het latere moment dat verkocht zou zijn lager was dan de daadwerkelijke verkoopprijs.

Ik zal hier niet ingaan op het geval dat de belegger in het tijdvak van de misleiding ook nog effecten aankocht, aangezien de misleiding juist de reden was om de effecten te verkopen. Het ligt dan niet voor de hand dat de belegger de effecten zou bijkopen.

d. Schade geleden door short sellers

Evenals in de spiegelbeeldige situatie dat de vennootschap een misleidend positieve voorstelling van zaken geeft, kan een *short seller* schade lijden indien de vennootschap een misleidend pessimistische voorstelling van zaken geeft. Drie gevallen met ketens van gebeurtenissen kunnen worden onderscheiden (vgl. § 4.4.1.1). In het eerste geval (misleiding – short sale – bekendwording werkelijke toestand van de vennootschap – covering purchase) worden effecten tegen een kunstmatig lage prijs short verkocht. De *covering purchase* moet echter geschieden tegen de zuivere koers. De short seller lijdt hier dus schade, die als volgt kan worden uitgedrukt: $D = V * (HP_V - WP_V)$. In het tweede geval (short sale – misleiding – covering purchase – werkelijke toestand van de vennootschap wordt bekend) geldt dat de short seller geen schade lijdt, maar juist profiteert van de misleiding, omdat hij de covering purchase tegen een kunstmatig lage koers kan verrichten. In het derde geval (misleiding – short sale – covering purchase – werkelijke toestand van de vennootschap wordt bekend) geldt dat zowel de short sale als de covering purchase tegen een kunstmatig lage koers worden verricht. Men zou het aldus kunnen zien dat er schade wordt geleden door verkoop tegen een kunstmatig lage koers en een voordeel wordt behaald bij het verrichten van de covering purchase. Per saldo wordt dan feitelijk nadeel geleden indien de kunstmatige deflatie in de periode tussen de short sale en de covering purchase afneemt. Het totale nadeel kan aldus worden uitgedrukt: $D = V * (HP_V - WP_V) - A * (HP_A - WP_A)$, waarbij $V = A$.

Bovenstaande analyse kan worden gegeneraliseerd voor het geval dat er meerdere short sales en covering purchases worden gedaan. Deze exercitie laat ik hier echter achterwege.

4.4.3 Implicaties van marktinefficiënties

In § 4.2 hierboven werd reeds ingegaan op mogelijke onvolkomenheden in de efficiëntie van de effectenmarkt. Nieuwe, materiële informatie zal mogelijk niet altijd snel en accuraat te worden verwerkt in de beurskoers. Indien er sprake is van een luchtbel op de effectenmarkt, kan openbaarmaking van een eerder verzwegen informatie ervoor zorgen dat de luchtbel begint leeg te lopen, met een grote koersval tot gevolg.⁸⁷ De omvang van deze koersval hoeft dan geen goede indicatie te zijn voor de omvang van de kunstmatige inflatie in de koers, en dus evenmin voor de schade van een belegger die in een csqn-verband staat met de misleiding. Daarnaast

⁸⁷ Illustratief zijn de koersdalingen door het uiteenspatten van de internetzeepbel in 2001 en de kredietcrisis van 2007–2008.

zal de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop – gedefinieerd als het verschil tussen de marktprijs en de prijs die de markt voor de effecten had willen betalen zonder de misleiding – (gedeeltelijk) de luchtbel weerspiegelen. Denkbaar is voorts er sprake is van een overreactie naar aanleiding van bekendwording van de werkelijke toestand van de uitgevende vennootschap. De (residuele) koersval zal dan groot zijn, maar na verloop van enige tijd zal de koers herstellen. Ook in dit geval is de residuele koersdaling geen goede indicatie voor de omvang van de kunstmatige inflatie in de koers. Ten slotte wijs ik op de mogelijkheid dat niet-materiële informatie toch een koersbeweging veroorzaakt. Het enkele feit dat de koers significant daalt (c.q. stijgt) kan dus niet zonder meer dienen als bewijs voor de stelling dat de misleidende informatie *materieel* was. In hoofdstuk 5 komt uitgebreid aan de orde hoe met dit soort bewijsrechtelijke kwesties kan worden omgegaan. Tevens zal hierna bij de bespreking van het juridisch causaal verband worden ingegaan op de normering van de vergoedbare schade.

4.5 Juridisch causaal verband; schadevaststelling

4.5.1 Inleiding

Indien vaststaat dat er koersschade is geleden die in een csqn-verband staat met de misleiding, dient de vraag te worden beantwoord of en in welke mate deze schade volgens afdeling 6.1.10 BW voor vergoeding in aanmerking komt. Alleen schade die de aansprakelijke partij ex art. 6:98 BW redelijkerwijs kan worden toegerekend komt voor vergoeding in aanmerking. Voorts is voor de omvang van de vergoedingsplicht van belang welke peildatum wordt gehanteerd bij de schadevaststelling. De leerstukken van de voordeelsverrekening (art. 6:100 BW), eigen schuld (art. 6:101 BW) en matiging (art. 6:109 BW) op grond waarvan de vergoedingsplicht kan worden verminderd komen hierna nog afzonderlijk aan de orde (§ 4.6).

Ik zal hieronder eerst ingaan op de vraag in hoeverre een belegger moet zijn afgegaan en mag afgaan op de misleidende berichtgeving voordat juridisch causaal verband kan worden aangenomen. Vervolgens zal ik voor de verschillende gevallen van misleiding nagaan op welke wijze de schade moet worden vastgesteld en in welke omvang de schade ex art. 6:98 BW aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend.

4.5.2 Afgaan/vertrouwen op de misleidende berichtgeving

a. Nederlands recht; verhouding tot begrip transactiecausaliteit

De wettelijke grondslagen voor aansprakelijkheid wegens misleidende berichtgeving in het Nederlandse recht stellen niet uitdrukkelijk de voorwaarde dat een belegger moet zijn afgegaan op of beïnvloed door de misleidende berichtgeving bij

zijn aan- of verkoopbeslissing. In de rechtspraak en literatuur wordt deze voorwaarde wel vaak genoemd (zie § 4.5.2.b-e). Vereist wordt dan een causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. De vraag is hoe deze eis zich verhoudt tot de door mij geïdentificeerde eerste schakel van het csqn-verband – transactie-causaliteit (zie § 2.5.3.b) – en de eisen die voortvloeien uit de leer van de toerekening naar redelijkheid (art. 6:98 BW) in geval van misleiding op de effectenmarkt.⁸⁸

De vraag of een belegger (mede) is afgegaan op de misleidende berichtgeving valt niet geheel samen met de vraag of transactiecausaliteit aanwezig is. Transactiecausaliteit definieer ik aldus dat zonder de misleiding de transactie tegen een gunstigere marktprijs, dan wel in het geheel niet tot stand zou zijn gekomen, waarbij het dus gaat om de sine qua non-test. Het is echter mogelijk dat de belegger niet – althans niet direct – op de misleidende berichtgeving is afgegaan, hoewel transactiecausaliteit kan worden aangetoond.⁸⁹ Een voorbeeld hiervan is een belegger die wist van de misleiding of misleiding vermoedde en desondanks heeft besloten tot aankoop, bijvoorbeeld omdat hij voor het verkrijgen van stemrecht, het realiseren van een fiscaal voordeel of het afdekken van verplichtingen (*short sellers*) de effecten nodig had. Zulk een belegger kan aanvoeren dat hij zonder de misleiding een lagere prijs had betaald dan wel meer effecten had verkregen. Doorgaans zal transactiecausaliteit wel impliceren dat de belegger ook direct of indirect op de misleidende informatie is afgegaan. Het kan echter gaan om een zeer indirecte vorm van afgaan/vertrouwen op informatie, die slechts inhoudt dat de belegger bij het nemen van beleggingsbeslissingen veronderstelde dat de uitgevende instelling de markt tijdig, volledig en juist heeft geïnformeerd. De vraag is of in bovengenoemde gevallen rechtens causaal verband kan worden aangenomen tussen de misleidende informatie en de opgetreden schade.⁹⁰

b. Nederlands recht; rechtspraak Hoge Raad

In de rechtspraak van de Hoge Raad zijn – in ieder geval tot aan het World Online-arrest⁹¹ – aanwijzingen te vinden dat een zeer indirecte vorm van afgaan/vertrouwen op (misleidende) informatie voldoende is voor het aannemen van juridisch causaal verband.

In het arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank van 1931⁹² kocht een beleggende landbouwer – Aeilkema – pandbrieven tegen een kunstmatig hoge koers. Het hof had vastgesteld dat misleidende jaarstukken van de bank die de pandbrieven had

⁸⁸ Zie over de relatie tussen deze eis en het leerstuk van de eigen schuld hierna § 4.6.2.

⁸⁹ In Ondernemingsrecht 2007, p. 520 nam ik het standpunt in dat in het geval de belegger de effecten zonder de misleiding niet zou hebben gekocht, zal moeten blijken dat beleggers door de misleidende informatie zijn bewogen om tot aankoop over te gaan. Hoewel dit doorgaans het geval is, zijn er voorbeelden denkbaar waarin dit niet opgaat.

⁹⁰ Even goed, zo niet beter, kan men zich afvragen of er sprake is van eventuele ‘eigen schuld’ van de belegger (zie hierna § 4.6.2.a).

⁹¹ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

⁹² HR 11 december 1931, NJ 1932, p. 161.

uitgegeven van invloed waren geweest op de koers van de pandbrieven. Tussen de partijen stond vast dat Aeilkema van de inhoud van de misleidende verslagen geen kennis had en dus ook niet door deze stukken tot aankoop van effecten was bewogen. De belegger kocht in dit geval twee pandbrieven omdat hij geld wilde beleggen en deze pandbrieven algemeen als een solide belegging werden beschouwd. Volgens het hof was de schade van belegger Aeilkema alleen het gevolg van zijn eigen beleggingsdaad, de aankoop van de pandbrieven tegen een te hoge koers. De Hoge Raad casseert echter op dit punt:

“dat echter voor de beoordeling of de door Aeilkema geleden schade is veroorzaakt door diens eigen daad van den aankoop der pandbrieven dan wel door de gedragingen van verweerders, beslissend is of de geleden schade het redelijkerwijs te verwachten gevolg was van den aankoop door Aeilkema dan wel van de gedragingen van de verweerders, *maar daarvoor niet beslissend is, dat Aeilkema niet is bewogen door kennisneming van de jaarstukken der bank (...)*”

Het redelijkerwijs te verwachten gevolg van de misleidende voorstelling van zaken is volgens de Hoge Raad dat de koers van de pandbrieven de werkelijke waarde zal te boven gaan en dat een belegger schade zal lijden door aankoop van pandbrieven van de Bank tegen een koers die de werkelijke waarde overtreft. Onder deze omstandigheden is de schade rechtens veroorzaakt door gedaagden en niet door de aankoopbeslissing van de belegger, aldus de Hoge Raad. Mijns inziens kan het arrest aldus worden uitgelegd dat voor juridisch causaal verband niet vereist is dat de belegger zelf *direct* kennis heeft genomen van de misleidende berichtgeving, en evenmin dat de belegger door *indirecte* kennisneming van de berichtgeving – bijvoorbeeld via een tussenpersoon of berichten in de media – tot zijn handelen is bewogen.⁹³ Uit de uitspraak blijkt immers niet dat de beleggende landbouwer direct of indirect kennis had genomen van de jaarstukken en daardoor was beïnvloed bij zijn aankoopbeslissing. Uit het feit dat hij ging beleggen in pandbrieven omdat deze algemeen als solide belegging werden beschouwd, blijkt naar mijn oordeel impliciet dat hij in feite slechts vertrouwde op de zuiverheid van de koers, in die zin dat de openbaar gemaakte informatie juist en volledig was. Niet onbelangrijk om op te merken is dat de belegger hier niet had gesteld dat hij zonder de onrechtmatige gedraging van de bank de stukken niet had gekocht.

Minder duidelijk is de uitspraak van de Hoge Raad inzake Philips/VEB uit 1997, waarin het ging om een collectieve actie van de VEB tegen Philips.⁹⁴ Inzet van dat geding is volgens de Hoge Raad of Philips door positief gestemde informatie aan het

93 Geredeneerd vanuit het leerstuk van de ‘eigen schuld’ (art. 6:101 BW) houdt het oordeel van de Hoge Raad mijns inziens in dat de schade in beginsel niet mede een gevolg is van een omstandigheid die aan de belegger kan worden toegerekend (zie § 4.6.2.a).

94 HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer.

beleggende publiek te verstrekken in zodanige mate toerekenbaar is tekortgeschoten ten aanzien van de rechte(n) aan dergelijke informatie te stellen eisen, dat zij

“onrechtmatig heeft gehandeld jegens diegenen die toen, *vertrouwend op die informatie, tot aankoop van aandelen Philips zijn overgegaan.*”

Uit deze uitspraak blijkt niet hoe direct of indirect een belegger op de informatie moet hebben vertrouwd bij zijn aankoopbeslissing. Onduidelijk is bijvoorbeeld of al voldoende is dat de belegger heeft vertrouwd op de zuiverheid van de beurskoers, in die zin dat de openbaar gemaakte informatie juist en volledig was.

Mijns inziens is bij de uitleg van het arrest Philips/VEB van belang dat de Hoge Raad was gebonden aan hetgeen door partijen in het processuele debat was aangevoerd. Volgens de rechtbank was de kern van het geschil dat een groot aantal kopers van aandelen Philips juist tot aankoop van aandelen is overgegaan omdat zij vertrouwden op de positief gestemde informatie die door Philips in de relevante periode is verstrekt, terwijl dit vertrouwen later werd beschaamd toen bleek dat de financiële positie van Philips een andere was, met koersschade tot gevolg. Het proces voor de rechtbank spitste zich vervolgens toe op de vraag of de informatieverstrekking door Philips aan de daaraan rechte(n) te stellen eisen voldeed. Niet aan de orde kwam de vraag of ook beleggers die in het geheel geen kennis hadden genomen van de beweerdelijk misleidende berichtgeving een schadeclaim kunnen instellen. In appel maakt Philips bezwaar tegen het feit dat de rechtbank als vaststaand aan zou nemen dat een groot aantal beleggers aandelen Philips had gekocht *vanwege* de positief gestemde informatie. Het hof merkt echter op dat de discussie daarop niet toegespitst is geweest. De overweging van de rechtbank moet volgens het hof worden aangemerkt als een voorlopig uitgangspunt waaromtrent geen inhoudelijke beslissing is genomen en waarop de rechtbank bij eindvonnis zou kunnen terugkomen. Bovendien was door eisers vergoeding gevorderd van schade, op te maken bij staat, zodat naar het oordeel van het hof in een schadestaatprocedure aan de orde kan komen in welke mate in concrete gevallen het aankoopbeleid al dan niet was beïnvloed door de positieve berichtgeving van de zijde van Philips. Tegen het arrest van het hof ging Philips in cassatie, maar het cassatiemiddel was gericht op andere onderdelen van de uitspraak. De VEB c.s. hebben geen incidenteel cassatiemiddel ingesteld. De Hoge Raad kon daarom niet oordelen over de vraag of ook schadevergoeding kan worden gevorderd indien het aankoopbeleid niet *direct* was beïnvloed door de positieve berichtgeving.

In het arrest Ligterink/Van Oss e.a.⁹⁵ uit 1927 ging het om een geval waarin de aangesproken partijen een misleidend *negatieve* voorstelling van zaken hadden gegeven. Eiser Ligterink was houder van twee aandelen van duizend gulden in de NV “Anton Jurgens’ Verenigde Fabrieken”. Verweerders hadden door middel van

95 HR 3 februari 1927, NJ 1927, 636 m.nt. E.M. Meijers.

berichtgeving in een (door een van hen uitgegeven) weekblad opzettelijk verschillende onware mededelingen omtrent de NV gedaan.⁹⁶ Daarmee werd beoogd een paniek te weeg te brengen en het beleggende publiek ertoe te bewegen op grote schaal zijn aandelen te verkopen. Volgens eiser hadden verweerders in hun artikelen het publiek in de waan gelaten dat er meerdere onthullingen zouden volgen en daardoor de paniekstemming versterkt. Eiser had, vertrouwend op de waarheid van de beweringen van verweerders, zijn aandelen verkocht zodra hem zulks na kennisname van de berichtgeving mogelijk was. Hij verkeerde in de waan dat de aandelen van de NV binnen afzienbare tijd geheel waardeloos zouden worden. Door de artikelen van verweerders ontstond op de dag van de 'onthullingen' een zo groot aanbod van aandelen, dat de koers die op voorgaande beursdag nog op 130 noteerde, toen (op 1 september 1925) beneden de 110% viel. Eiser kon zijn aandelen slechts tegen een koers van 108% verkopen. Sindsdien ging het publiek langzamerhand inzien dat het de dupe was geworden van onware voorstellingen. De koers herstelde zich tot circa 128%. Volgens de belegger was deze koers, afgezien van sindsdien ingetreden conjunctuursinvloeden, een afspiegeling van de intrinsieke waarde omstreeks 1 september 1925. Eiser stelt op zijn verkochte aandelen een schade te hebben geleden van 20%, in totaal dus $(2 * 0,2 * 1000 =) f 400$.

In de zaak Ligterink/Van Oss e.a. was onbetwist dat de eisende belegger op de berichtgeving van verweerders was afgegaan. De rechtbank had de eisende belegger niettemin niet-ontvankelijk verklaard, omdat de belegger niet had gesteld dat de verkoop *noodzakelijk* was. Onder die omstandigheden ontbreekt volgens de rechtbank het causaal verband tussen de geleden schade en de handelingen van verweerders. Het verlies is immers slechts het gevolg van het niet juist gebleken inzicht van de belegger omtrent het te verwachten verloop van de beurskoers. De Hoge Raad vernietigt terecht het vonnis van de rechtbank. Volgens de Hoge Raad stelt de rechtbank een te strenge eis voor het door art. 1401 OBW gevorderde oorzakelijke verband. Onder de door eiser gestelde omstandigheden is de schade, geleden door verkoop van de aandelen tijdens de tijdelijke daling van de beurskoers, het rechtstreeks en onmiddellijk gevolg van de handeling welke de tijdelijke daling van de koers in het leven riep. Dit geldt niet alleen indien de verkoop noodzakelijk was, maar tevens wanneer de verkoop, ofschoon vrijwillig geschied, het redelijkerwijs te verwachten gevolg was van de gepleegde handeling. Naar huidig recht zou het arrest ook aldus kunnen worden geïnterpreteerd dat de belegger geen 'eigen schuld' (in de zin van art. 6:101 BW) had. Het arrest Ligterink/Oss e.a. biedt geen duidelijk antwoord op de vraag of causaal verband volgens de Hoge Raad kan worden aangenomen in geval van een belegger die zonder directe of indirecte kennisneming van de berichtgeving in het weekblad zijn aandelen (al dan niet

96 Bovendien heeft een van beide verweerders in verschillende dagbladen halve pagina's beslaande advertenties geplaatst waarin onder vermelding van de aan het hoofd van zijn artikel voorkomende onwaarheden werd aanbevolen het bewuste nummer van het weekblad te lezen.

gedwongen) verkocht tegen de kunstmatig lage koers. Eiser was namelijk in die zaak wel afgegaan op de berichtgeving bij zijn verkoopbeslissing.

In het recente World Online-arrest⁹⁷ lijkt de Hoge Raad een meer directe vorm van afgaan op de misleidende berichtgeving te eisen, maar de bewijslast van de belegger wordt sterk verlicht om een gewenst resultaat te bereiken. De feiten van de World Online-zaak hoeven hier niet te worden besproken, gelet op het principiële karakter van de overwegingen van de Hoge Raad. Kort gezegd ging het om een misleidend prospectus. De Hoge Raad overweegt onder de kop ‘algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie’:

“Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld. (...) In beginsel draagt de belegger (...) ook de stelplicht en bewijslast ter zake van het condicio sine qua non-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch, omdat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden, terwijl bovendien vaak niet valt aan te tonen dat hij daadwerkelijk heeft kennisgenomen van de misleidende mededeling, laat staan dat hij daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed. Die beïnvloeding kan ook indirect hebben plaatsgehad, doordat de belegger is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door de misleidende mededeling in het leven zijn geroepen. (...) Tot uitgangspunt [zal] mogen dienen dat condicio sine qua non-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. (...)”

Ik lees bovenstaande overweging aldus dat de belegger kennelijk daadwerkelijk moet zijn misleid om causaal verband aan te kunnen nemen. Wel erkent de Hoge Raad de bewijsproblemen waarvoor de belegger zich gesteld ziet, en dat de belegger ook indirect op de misleidende mededeling kan zijn afgegaan (namelijk via een tussenpersoon of opinies in de markt). De overweging is geplaatst in de sleutel van het (bewijs van) csqn-verband, maar dit vind ik enigszins misleidend. Het is immers goed denkbaar dat een belegger stelt dat hij de effecten tegen een kunstmatig hoge marktprijs heeft gekocht, zonder dat hij daadwerkelijk is beïnvloed door de misleidende mededeling. In dit geval kan niet worden geoordeeld dat het csqn-verband ontbreekt tussen de misleidende voorstelling van zaken en de gestelde schade (de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop, die nadien voor rekening van de belegger is gekomen).⁹⁸ Indien mijn observatie juist is, dient de uitspraak van de Hoge Raad mogelijk zo te worden geïnterpreteerd dat weliswaar een csqn-verband aanwezig is tussen de misleiding en de gevorderde schade, maar dat rechtens causaal verband ontbreekt indien de belegger niet direct of indirect (via

⁹⁷ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

⁹⁸ Zie ook § 2.5.3.b.

adviezen of opinies in de markt) op de informatie is afgegaan (en dus niet daadwerkelijk is misleid). Hoewel de Hoge Raad dit niet expliciet zegt, lijkt het onvoldoende als een belegger slechts in algemene zin erop heeft vertrouwd dat de door de uitgevende instelling openbaar gemaakte informatie juist en volledig was (en niet direct door eigen lezing of indirect via een tussenpersoon of berichten in de media op de berichtgeving is afgegaan).⁹⁹ Dit is naar mijn oordeel een onwenselijk resultaat, dat ook op gespannen voet staat met het hierboven besproken arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank. Het praktische belang van dit kritiekpunt wordt ter zake van prospectusaansprakelijkheid overigens grotendeels teniet gedaan, doordat de Hoge Raad als uitgangspunt neemt dat het csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is in geval van een misleidend prospectus (zie § 5.3.2.d).¹⁰⁰

Eerder merkte ik op dat bij de uitleg van het World Online-arrest ter zake van het causaal verband mogelijk betekenis toekomt aan de wijze waarop de belangenorganisatie haar vordering processueel heeft ingekleed (§ 2.5.3.b). De VEB kwam op voor de belangen van beleggers die die in de relevante periode aandelen hebben verworven en volgens de VEB voor of bij aankoop daarvan door gedaagden *zijn misleid, waardoor* zij schade hebben geleden.¹⁰¹ Indien de Hoge Raad deze stelling tot uitgangspunt heeft genomen, is verklaarbaar dat in het kader van (de eerste schakel van) het csqn-verband een relatie wordt geëist tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Problematisch is echter dat de Hoge Raad zijn overwegingen over het causaal verband losweekt van de feiten van de World Online-zaak door ze te plaatsen onder de kop ‘algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie’. Ik houd het er daarom op dat de Hoge Raad *in alle gevallen* (feitelijk) causaal verband eist tussen de misleidende voorstelling van zaken en de beleggingsbeslissing, ook al vind ik dit onjuist en onwenselijk.

c. Nederlands recht; lagere rechtspraak

Ten aanzien van prospectusaansprakelijkheid zijn er een aantal uitspraken van gerechtshoven waarin aanwijzingen zijn te vinden dat de belegger op de misleidende mededelingen moet zijn afgegaan bij zijn aankoopbeslissing.^{102,103} Na het

⁹⁹ Anders gezegd, dat de belegger (slechts) heeft vertrouwd op de zuiverheid van de koers.

¹⁰⁰ Ik verwacht dat deze verlichting van de bewijslast ook mogelijk is bij schending van doorlopende informatieverplichtingen. De Hoge Raad zoekt namelijk uitdrukkelijk aansluiting bij de strekking van de prospectusvoorschriften, zie § 5.3.2.d.

¹⁰¹ Zie bijv. r.o. 4.6 van het World Online-arrest.

¹⁰² HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Co op), r.o. 5.16 (“Aldus is aannemelijk dat schade kan zijn geleden (...) voorzover die schade, als gevolg van de misleidende informatie, niet meer behoort tot het normale beleggingsrisico en ervan moet worden uitgegaan dat de belegger daarbij *is afgegaan of mede is afgegaan op het desbetreffende prospectus*.” [cursivering BdJ]). In cassatie werd deze overweging niet bestreden, zodat de Hoge Raad zich niet kon uitlaten over de vraag of de belegger op het prospectus moet zijn afgegaan.

¹⁰³ In Hof Amsterdam 7 oktober 2004, JOR 2004/329 (Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO Bank NV), r.o. 3.14.1 overweegt het hof dat de beweerdelijk misleidende passage in het (voorlopig) →

hierboven besproken World Online-arrest van de Hoge Raad lijkt te kunnen worden aangenomen dat er inderdaad causaal verband moet bestaan tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, maar dat dit causaal verband in beginsel (voorshands) bewezen kan worden geacht indien vaststaat dat het prospectus misleidend was.

In de Baan-zaak¹⁰⁴ verweten 460 beleggers aan gedaagden dat zij een misleidende voorstelling van de toestand van Baan Company N.V. hadden gegeven.¹⁰⁵ De beleggers stelden *niet* dat zij ieder voor zich bij aankoop van de aandelen Baan Company N.V. op de beweerdelijk misleidende mededelingen zijn afgegaan. Uit het vonnis van de rechtbank, waarin de vorderingen van beleggers werden afgewezen, blijkt niet duidelijk of beleggers dit wel hadden moeten stellen. De zaak sneuvelde voor de beleggers omdat zij één algemeen feitenrelaas hadden gehouden, zonder dat deze feiten te herleiden waren tot feiten en omstandigheden die voor iedere individuele eiser een rol hadden gespeeld. De verstrekte gegevens omtrent het aandelenbezit¹⁰⁶ in de relevante periode veranderden daar volgens de rechtbank niets aan omdat zij niet waren geplaatst in een redenering die de vordering per eiser, met name op het punt van de causaliteit, kon dragen. De rechter geeft echter geen concrete aanwijzingen hoe het onrechtmatig handelen jegens een individuele belegger, het causaal verband en de schade(omvang) in dit geval wel bewezen hadden kunnen worden.

d. Nederlands recht; conclusies op basis van de rechtspraak

Het beeld dat uit de rechtspraak naar voren komt is niet eenduidig. Vóór het World Online-arrest gold naar mijn oordeel op basis van het arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank dat als een belegger stelt dat de schade gelegen is in de te hoge prijs die voor de effecten is betaald, voor een juridisch causaal verband niet vereist is dat de belegger zelf direct (door eigen lezing) of indirect (via een tussenpersoon of de berichten in de media) op de misleidende passages is afgegaan.¹⁰⁷ Indien een belegger echter aanvoert dat hij op de misleidende berichtgeving heeft vertrouwd bij zijn aankoopbeslissing en daarop is afgegaan, zoals in de Philips/VEB-zaak, zal hij

prospectus over de overdracht van aandelen World Online door grootaandeelhouder en – destijds – bestuursvoorzitter Brink wellicht duidelijker had gekund, maar “toch niet [kan] worden gezegd dat degenen die aandelen WOL wensten te kopen *en de passage hebben gelezen*, daardoor zijn misleid.” [cursivering BdJ].

104 Hof Arnhem 16 oktober 2007, JOR 2007/299 (Glavimans e.a./Baan e.a.); Rb. Arnhem 23 maart 2005, JOR 2005/140; Rb. Arnhem 23 november 2005, JOR 2006/2 (Baan).

105 Tevens stelden zij dat er aan de zijde van gedaagden sprake was van onrechtmatig handelen, althans ongerechtvaardigde verrijking omdat zij met voorkennis hoge koerswinsten op de verkoop van aandelen Baan hebben gerealiseerd welke zijn afgewenteld op de grote koersverliezen van eisers.

106 De rechtbank had gevraagd om een overzicht van het bezit aandelen Baan per eiser, dat in ieder geval diende in te houden: het aantal gehouden aandelen, de aankoopdatum of -data, de aankoopprijs, de verkoopdatum of -data en de verkoopprijs. Voor degenen die nog aandelen houden moest ook de huidige situatie te worden beschreven en te worden aangegeven waar hun schade in zit.

107 Wel moet komen vast te staan dat de koers inderdaad beïnvloed is geweest door de misleidende berichtgeving, m.a.w. dat ‘de markt’ is afgegaan op de berichtgeving.

dit in beginsel bij betwisting ook moeten bewijzen. In het World Online-arrest is de bewijslast van de belegger overigens op vergaande wijze verlicht (§ 5.3.2.d).

In het World Online-arrest – dat gaat over prospectusaansprakelijkheid – hanteert de Hoge Raad als algemeen uitgangspunt dat er causaal verband moet bestaan tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Hierbij wordt geen uitzondering gemaakt voor beleggers die aankopen op de secundaire markt, en evenmin wordt betekenis toegekend aan de wijze waarop de belegger zijn vordering processueel inkleedt (in het bijzonder of hij stelt dat hij daadwerkelijk is misleid). De Hoge Raad erkent dat de belegger ook indirect op het prospectus kan zijn afgestaan. Niet geheel duidelijk is hoe indirect het afgaan op het prospectus mag zijn. Voldoende lijkt dat een belegger is afgestaan op (i) het advies van een deskundige die het prospectus heeft gelezen en zonder de misleidende passage niet zou hebben geadviseerd de effecten te nemen, (ii) een door het prospectus veroorzaakte positieve stemming in de media waarvan de belegger kennis heeft genomen. Uit het World Online-arrest lijkt te volgen dat geen causaal verband kan worden aangenomen indien vast staat dat de belegger bij zijn beleggingsbeslissing slechts in algemene zin erop heeft vertrouwd dat alle openbaar gemaakte informatie juist en volledig was (en niet direct door eigen lezing, dan wel indirect via een tussenpersoon of berichten in de media op de misleidende passages is afgestaan). Naar mijn oordeel kan (feitelijk en juridisch) causaal verband in dit geval wel worden aangenomen (zie § 4.5.2.g).

e. Nederlands recht; standpunten in de literatuur

In de literatuur over prospectusaansprakelijkheid – daterend van voor het World Online-arrest¹⁰⁸ – wordt doorgaans betoogd dat geen zware eisen moeten worden gesteld aan het vereiste causaal verband. Voldoende wordt in ieder geval geacht dat de belegger tot aankoop is overgegaan op grond van een door het prospectus veroorzaakte positieve stemming; niet vereist is dat hij of een voor hem optredende tussenpersoon kennis heeft genomen van de misleidende mededeling in het prospectus.¹⁰⁹ Maris & Boele lijken van oordeel dat als de belegger aantoonbaar dat hij de effecten tegen een te hoge koers heeft gekocht, het causaal verband vaststaat.¹¹⁰ Dit standpunt baseren zij op het arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank,

108 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

109 Zie bijv. Maris & Boele 1994, p. 146; Timmerman 1996, p. 81; Blom 1996, p. 153 e.v.; Hoff 1997, p. 363 die het aldus uitlegt dat voor causaal verband voldoende is dat de effectenmarkt door publicatie van het onjuiste of onvolledige prospectus is misleid, en dat als gevolg daarvan ook de beleggers in die markt zullen zijn misleid; Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 89, 91–92. Volgens Krol 1995, p. 4 hoeft geheel geen causaal verband te bestaan tussen de uitgifte van het prospectus en de investeringsbeslissing (in die zin dat het misleidende prospectus hem ertoe heeft bewogen te participeren in het kapitaal van de desbetreffende vennootschap). Krol wordt hierin echter bestreden door Blom 1996, p. 154 (voetnoot 392), die van oordeel is dat uit de rechtspraak slechts blijkt dat het causaal verband van betrekkelijk indirecte aard kan zijn.

110 Zie Maris & Boele 1994, p. 146, nr. 22 en 23. Enige onduidelijkheid over hun standpunt is het gevolg van het feit dat zij in nr. 21 nog zeggen dat causaal verband kan worden aangenomen indien →

dat naar hun oordeel ook van belang is voor de prospectusaansprakelijkheid. Blom is echter van mening dat een belegger geen causaal verband kan aantonen met de enkele stelling dat hij effecten heeft gekocht tegen een kunstmatig hoge koers. Hij moet in beginsel tevens aantonen dat hij is *afgegaan* op een reactie in de markt op de misleidende mededeling.¹¹¹ De genoemde auteurs maken niet altijd even duidelijk een onderscheid tussen het csqn-verband en het toerekeningsverband (van art. 6:98 BW). Recentelijk heeft Pijls – terecht (vgl. § 2.5.3.b en § 4.5.2.g) – opgemerkt dat ten aanzien van het csqn-verband moet worden onderscheiden naar de feiten die door de belegger aan zijn vordering ten grondslag worden gelegd.¹¹² Voor zover de belegger stelt dat hij als gevolg van een door het misleidend prospectus veroorzaakte positieve stemming te veel voor zijn aandeel heeft betaald, geldt zijns inziens niet de eis dat hij direct (door eigen lezing) of indirect (door tussenkomst van een adviseur of door vertrouwen op het positieve marktsentiment) op het misleidende prospectus is afgegaan. Het is mij niet duidelijk of Pijls in het kader van de *toerekening* van de schade aan de schadeveroorzaker ex art. 6:98 BW vervolgens wel de minimeis stelt dat de belegger op de bedoelde directe of indirecte wijze op het prospectus is afgegaan. Indien de belegger stelt dat hij op het prospectus is afgegaan, met andere woorden is misleid, zal volgens Pijls in het kader van het csqn-verband wel moeten blijken dat hij direct of indirect op het prospectus is afgegaan. Bij de beoordeling van het toerekeningsverband zal dan ook vast staan dat de belegger op het prospectus is afgegaan.

In de literatuur wordt nog ingegaan op de vraag hoe lang beleggers redelijkerwijs op een prospectus mogen aangaan, met andere woorden, hoe lang een prospectus geldt. Deze kwestie kan worden veralgemeniseerd tot de vraag hoe lang beleggers op informatie(documenten) mogen aangaan. Deze vraag is mijns inziens echter slechts relevant indien een belegger stelt schade te hebben geleden doordat hij op grond van de misleidende berichtgeving is bewogen om effecten te kopen die hij anders niet zou hebben gekocht. Kort gezegd moet naar mijn oordeel worden aangesloten bij de vraag hoe lang de markt informatie relevant acht (§ 4.5.2.g).

Ten aanzien van de aansprakelijkheid van de accountant acht Boertien voldoende dat de accountant de beleggingsdaad van de belegger redelijkerwijs kon verwachten als gevolg van zijn verklaring. Die verklaring behoeft volgens hem niet aan de belegger bekend te zijn geweest. Voldoende is dat de verklaring van invloed is

een belegger tot het nemen van de effecten is overgegaan op grond van het gunstige marktsentiment, indien dat marktsentiment is ontstaan als gevolg van een misleidend prospectus. Het enkele feit dat de effecten zijn gekocht voor een te hoge koers zou dan niet voldoende zijn om causaal verband aan te tonen. Vgl. ook Boertien 1962, p. 186.

111 Blom 1996, p. 153–154. Ook Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 91–92 zijn van mening dat een belegger in beginsel moet aantonen dat hij is afgegaan op de misleidende informatie die heeft bijgedragen aan een onjuiste beurskoers.

112 Pijls 2009b, p. 185–186; zie voor deze constatering ten aanzien van transacties op de secundaire markt reeds eerder mijn bijdrage De Jong 2008, p. 137–138, 140.

geweest op de prijs waarvoor de belegger zijn effecten kocht of verkocht.¹¹³ Dit is naar mijn oordeel juist, voor zover de belegger als schade het te veel betaalde bedrag vordert, en niet stelt dat hij de effecten zonder de verklaring niet had gekocht (§ 4.5.2.g). Giesen meent dat de door Boertien verwoorde opvatting geldend, maar geen *wenselijk* recht is. Indien de mededeling de koper niet bereikt heeft, was deze niet van invloed op de koper. De koper was blijkbaar bereid, voor wat voor reden dan ook, de (te hoge) prijs voor de aandelen te betalen.¹¹⁴ In het licht van het World Online-arrest¹¹⁵ is het niet ondenkbaar dat het door Giesen verwoorde wenselijke recht geldend recht is geworden. Hoewel Giesen zijn opmerking maakt in het kader van accountantsaansprakelijkheid, is zijn – naar mijn oordeel onjuiste – redenering eveneens toe te passen op de uitgevende instelling, bestuurders, commissarissen en begeleidende banken. Van den Akker meent dat causaal verband naar *geldend* recht niet steeds kan worden aangenomen indien de gepubliceerde jaarrekening van invloed is geweest op de beurskoers. Voor de belegger die reageert op koersontwikkelingen of een gunstige marktstemming zonder direct of indirect kennis te nemen van de jaarrekening is de oorzaak van die koersontwikkeling of marktstemming volgens haar niet relevant.¹¹⁶ Slechts de verwachting omtrent de verdere ontwikkeling van de koers is bepalend voor de aan- of verkoopbeslissing. Ik deel de zienswijze van Giesen en Van den Akker niet (§ 4.5.2.g).

f. Reliance in het Amerikaanse recht

In het Amerikaanse recht is het antwoord op de vraag of de belegger een causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing (*reliance*) moet aantonen afhankelijk van de aansprakelijkheidsgrond waarop de vordering wordt gebaseerd. Ik zal hieronder kort stilstaan bij de verschillende grondslagen en de wijze waarop de reliance-eis wordt ingevuld.

Securities Act 1933

Indien beleggers schadevergoeding vorderen op grond van s.11(a) Securities Act 1933 geldt niet de eis dat zij op een misleidend *registration statement* zijn afgegaan bij hun aankoopbeslissing. Een belegger die kennis droeg van de misleiding heeft evenwel geen claim. Indien de belegger eerst effecten koopt nadat de emittent een *earning statement* heeft gepubliceerd die een periode van twaalf maanden beslaat na de effectieve datum van de registration statement, moet de belegger volgens de wet wel aantonen dat hij is afgegaan op de misleidende mededeling in het registration statement, dan wel heeft vertrouwd op de registration statement in geval van een

¹¹³ Boertien 1962, p. 186. Zie ook Giesen 1999, p. 77.

¹¹⁴ Giesen 1999, p. 77. Zie ook Van den Akker 2001, p. 178.

¹¹⁵ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

¹¹⁶ Zij voert tevens aan dat de koers van aandelen niet steeds een weerspiegeling is van de vermogenspositie van de vennootschap, terwijl de controle van de accountant daar juist op ziet. Die link met de vermogenspositie bestaat volgens haar wel bij pandbrieven zoals aan de orde in het arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank.

omissie. Niet vereist is echter dat de belegger bewijst dat hij de registration statement zelf heeft gelezen.¹¹⁷

Voor zover beleggers schadevergoeding vorderen op basis van s.12(a)(2) Securities Act 1933, geldt evenmin het vereiste van reliance (zie § 3.2.3.a).

SEC-regel 10b-5; fraud-on-the-market-zaken

Voor zover beleggers schadevergoeding vorderen op grond van § 10(b) van de Securities Exchange Act en SEC-regel 10b-5, geldt het vereiste van reliance.¹¹⁸ Het traditionele vereiste van reliance bij vorderingen op grond van SEC-regel 10b-5, ziet op het causale verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing. Vereist is dat een belegger heeft vertrouwd op de misleidende berichtgeving bij zijn beleggingsbeslissing, in die zin dat hij bij een juiste voorstelling van zaken niet aldus zou hebben gehandeld.¹¹⁹ Onderdeel van het vereiste van reliance is tevens dat de belegger in kwestie *in redelijkheid* af mocht gaan op de misleidende berichtgeving.¹²⁰

In de zaak *Basic v. Levinson*¹²¹ gaf de Amerikaanse Supreme Court beleggers de mogelijkheid om in geval van effecten die worden verhandeld op publieke en (voldoende) efficiënte effectenmarkten op een indirecte wijze reliance aan te tonen. Voldoende is dat beleggers hebben vertrouwd op de *integriteit van de marktprijs* bij hun beleggingsbeslissing. De gedachte hierachter is dat op een (voldoende) efficiënte markt publiekelijk beschikbare informatie, waaronder een materiële *misrepresentation*, wordt gereflecteerd in de marktprijs. Een belegger die dus aandelen koopt of verkoopt in vertrouwen op de integriteit van de marktprijs,

117 De Amerikaanse rechtspraak is verdeeld ter zake van de vraag of beleggers in dit geval kunnen profiteren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden (waarover § 5.3.2.g). In twee zaken voorafgaand aan de uitspraak *Basic v. Levinson* waarin dit vermoeden werd gesanctioneerd, werd geoordeeld dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet van toepassing is. Zie *In re Storage Tech. Corp. Sec. Litig.*, 113 F.R.D. 113, 121 (D. Colo. 1986); *Greenwald v. Integrated Energy*, 102 F.R.D. 65, 71 (S.D. Texas 1984). In de meer recente zaak *In re WorldCom Inc. Sec. Litig.* 219 F.R.D. 267, 294 (S.D.N.Y. 2003) werd echter geoordeeld dat de motivering die in *Basic v. Levinson* werden gebruikt om het *fraud-on-the-market*-vermoeden te sanctioneren ook opgaat voor zover beleggers hun claim baseren op s.11 Securities Act 1933.

118 Volledigheidshalve wijs ik erop dat beleggers ook nog schadevergoeding kunnen vorderen op grond van s.18(a) van de Securities Exchange Act 1934. In dat geval geldt een “*eyeball*”-test. De belegger moet daadwerkelijk kennis hebben genomen van de gedeponeerde documenten (of een kopie daarvan) en daarop hebben vertrouwd. Zie *Hazen*, 4 Law Sec. Reg. § 12.18. Dit is dus een zeer strenge maatstaf, die s.18(a) volgens *Fox 2009a*, p. 242 in de praktijk tot een dode letter maakt.

119 Zie voor een eerste belangrijke uitspraak waarin het vereiste van reliance voor SEC-regel 10b-5 werd geïntroduceerd: *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965) (“The proper test is whether the plaintiff would have been influenced to act differently than he did act if the defendant had disclosed to him the undisclosed fact.”). Zie voorts *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981) (“Reliance is a *causa sine qua non*, a type of “but for” requirement: had the investor known the truth he would not have acted.”).

120 Zie *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965).

121 *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988); *Mendel* 1992, p. 245–256.

vertrouwt dus indirect op de material misrepresentations. Ten behoeve van beleggers geldt onder voorwaarden een weerlegbaar bewijsvermoeden – het zogenaamde fraud-on-the-market-vermoeden van reliance – dat zij inderdaad op de integriteit van de marktprijs hebben vertrouwd. Kort gezegd dienen beleggers aan te tonen dat er sprake was van een materiële misrepresentation op een efficiënte markt. Het Supreme Court definieert niet wat onder een efficiënte markt moet worden verstaan en hoe marktefficiëntie kan worden bewezen.¹²² Daarover is nadien de nodige rechtspraak ontstaan (zie § 5.3.2.g). Op deze plaats kan worden volstaan met de constatering dat de markt nieuwe informatie slechts met een bepaalde *snelheid* in de beurskoers dient te verwerken (informationele marktefficiëntie), en niet tevens op een *correcte* wijze (fundamentele marktefficiëntie). De vereiste snelheid is zodanig dat gewone beleggers geen handelswinsten kunnen behalen op basis van openbaar gemaakte informatie.¹²³

Denkbaar is dat een belegger niet heeft vertrouwd op de integriteit van de beurskoers. Als dit in rechte komt vast te staan heeft hij geen claim op grond van SEC-regel 10b-5. Niet geheel duidelijk is wat de Supreme Court verstaat onder de *integriteit* van de beurskoers. Gedoeld zou kunnen worden op (i) een marktprijs die overeenstemt met de onderliggende fundamentele waarde van het effect, of (ii) een marktprijs die tot stand is gekomen op basis van tijdige, juiste en volledige informatie. In de Basic-zaak geeft de Supreme Court het voorbeeld van een belegger die gelooft dat de doelvennootschap die ontkende fusiebesprekingen te voeren wel degelijk in onderhandeling was over een fusie, en die daarmee ook gelooft dat de koers op een kunstmatig laag niveau stond toen hij zijn effecten verkocht op grond van andere – niet aan de fraude gerelateerde – overwegingen. Uit dit voorbeeld lijkt te kunnen worden opgemaakt dat de Supreme Court met de ‘integriteit’ van de beurskoers doelt op de tweede hierboven weergegeven betekenis.¹²⁴ In de *dissenting opinion* bij de uitspraak geeft rechter White nog enkele voorbeelden. Zo noemt hij een belegger die (i) maanden voorafgaand aan het moment waarop beweerdelijk een te rooskleurige voorstelling van zaken werd gegeven al het besluit had genomen om

122 Zie bijv. Basic, 485 U.S. 224, 248, nt. 28 (“we do not intend conclusively to adopt any particular theory of how quickly and completely publicly available information is reflected in market price.”).

123 Zie *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005) (“[the] market price responds so quickly to new information that ordinary investors cannot make trading profits on the basis of such information.”). Op deze uitspraak is – terecht – kritiek geleverd in de literatuur (zie § 5.2.1.h).

124 Zie ook 485 U.S. 224, 248 (“The court acknowledged that petitioners may (...) show that (...) an individual plaintiff traded or would have traded *despite his knowing the statement was false*.” [cursivering BdJ], en 485 U.S. 224, 246–247 (“Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?”). Daartegen pleit dat de Supreme Court ook citaten aanhaalt uit lagere rechtspraak en de parlementaire geschiedenis waarin gesproken wordt in termen van de eerste betekenis van ‘integriteit’. Zie 485 U.S. 224, 244 (“The market is (...) informing him that given all the information available to it, the *value of the stock is worth the market price*”; “(...) purchasers generally rely on the price of the stock as a *reflection of its value*” [cursivering BdJ]). Zie voorts 485 U.S. 224, 246 (“competing judgments of buyers and sellers as to the *fair price* of a security brings (...) about a situation where the market price reflects as nearly as possible a *just price*” [cursivering BdJ]).

het aandeel te kopen, (ii) aandelen koopt of verkoopt om redenen die niet gerelateerd zijn aan de prijs van het aandeel, of (iii) enkele dagen voorafgaand aan het moment waarop een te rooskleurige voorstelling van zaken wordt gegeven het aandeel *short* verkoopt. Het is de vraag of deze voorbeelden uit de dissenting opinion werkelijk betekenen dat de belegger niet op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, indien de tweede betekenis van ‘integriteit’ wordt gehanteerd.¹²⁵

Het voorgaande komt erop neer dat *het vereiste van reliance meer inhoudt dan slechts een csqn-toets*. In de woorden van rechter White, die het oordeel van de meerderheid samenvat:

“Most importantly, the Court rejects the version of that theory [de fraud-on-the-market-theorie, BdJ] (...) which equates “causation” with “reliance”, and permits recovery by a plaintiff who claims merely to have been *harmed* by a material misrepresentation which altered a market price, notwithstanding proof that the plaintiff did not in any way *rely* on that price.

(...) A nonrebuttable presumption of reliance – or even worse, allowing recovery in the face of “affirmative evidence of nonreliance” (...) – would effectively convert Rule 10b-5 into “a scheme of investor insurance.”

Omstreden is in hoeverre de fraud-on-the-market-theorie zich uitstrekt tot emissies (de primaire markt), en de secundaire markt kort daarna. De marktwerking is hier onvolkomen. Kan een belegger reliance aantonen door middel van zijn vertrouwen op de integriteit van de (uitgifte)koers? Een appelrechter heeft recentelijk nog geoordeeld dat een primaire markt niet efficiënt is, zodat het fraud-on-the-market-vermoeden van reliance niet opgaat.¹²⁶ In de literatuur is echter ook wel een aanzienlijk soepelere benadering verdedigd, gelet op de strekking van de Basic-uitspraak.¹²⁷ Ook de primaire markt wordt doorgaans gekenmerkt door een bepaalde mate van informationele marktefficiëntie. Gewone beleggers zullen er op vertrouwen dat underwriters en professionele beleggers rekening zullen houden met belangrijke informatie over de uitgevende instelling, waardoor een (uitgifte)prijs tot stand komt die ‘*unbiased*’ is. Dit houdt in dat de (uitgifte)prijs mogelijk geen

125 Zo is in de lagere rechtspraak na Basic geoordeeld dat ook short sellers, optiehouders en daghandelaren van het vermoeden van reliance kunnen profiteren. Zie bijv. *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F.Supp.2d 944 (N.D.Ill. 2007). Anders: *In re Polymedica Corp. Securities*, 224 F.R.D. 27, 44 (D. Mass. 2004) (“[s]hort sellers may not rely on the ‘fraud on the market’ presumption of reliance” since these investors “sell short because they believe that the market price is somehow mistaken.”).

126 *Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42–43 (2d Cir. 2006), verwijzend naar *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 199 (6th Cir.1990), alsmede *Berwecky v. Bear, Stearns & Co.*, 197 F.R.D. 65, 68 n. 5 (S.D.N.Y. 2000) (“in an IPO there is no well-developed market in offered securities.”). In het vervolg op de *Initial Public Offering Securities Litigation* zaak oordeelde de district court echter dat kort na de IPO wel een efficiënte secundaire markt kan ontstaan. Zie *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 544 F.Supp.2d 277, 295–296 (S.D.N.Y. 2008).

127 Zie bijv. Newkirk 1991.

goede afspiegeling vormt van de ‘fundamentele’ waarde, maar de omvang en richting van de onjuistheid is willekeurig.¹²⁸ Het zou daarom redelijk zijn dat beleggers vertrouwen op de integriteit van de (uitgifte)koers en om dus een vermoeden van reliance aan te nemen, indien er indicatoren zijn dat de IPO-markt ‘voldoende’ informatieel efficiënt is (zie § 5.2.1 voor de relevante indicatoren).

Recentelijk komt in de rechtspraak ook de vraag aan de orde of een fraud-on-the-market-vermoeden van reliance kan worden aangenomen ten aanzien van niet-Amerikaanse beleggers die effecten hebben gekocht op niet-Amerikaanse beurzen in niet-Amerikaanse vennootschappen (*‘foreign cubed’*-zaken). Een lagere rechter heeft deze vraag onlangs ontkennend beantwoord, in een zaak waarin 90% van de class-leden bestond uit zulke beleggers.¹²⁹

SEC-regel 10b-5; aansprakelijkheid van derden

De reliance-eis is streng uitgelegd in de Stoneridge-uitspraak¹³⁰. Kort gezegd ging het daar om de aansprakelijkheid van derden voor een misleidend financieel verslag van de vennootschap. De door de *lead plaintiff* (Stoneridge Investment Partners) aangesproken partijen – Scientific-Atlanta en Motorola, beide leveranciers en later klanten van Charter Communications – hadden ingestemd met praktijken die deze uitgevende instelling in staat stelde om de accountant te misleiden en een misleidend financieel verslag openbaar te maken, waardoor de beurskoers werd beïnvloed. De aangesproken partijen hadden echter geen rol gehad in het voorbereiden of verspreiden van het misleidende financiële verslag. Volgens de appelrechter was niet gebleken dat deze partijen een onjuiste voorstelling van zaken hadden gegeven waarop door het beleggende publiek was vertrouwd, en evenmin dat zij een verplichting tot disclosure hadden geschonden. Hoogstens waren zij schuldig aan *“aiding and abetting”*. In de Central Bank-zaak¹³¹ uit 1994 had de Supreme Court echter geoordeeld dat beleggers op die grond geen actie tot schadevergoeding kunnen instellen op grond van schending van § 10(b). De Supreme Court laat het oordeel van de appelrechter in stand. Het actierecht van § 10(b) strekt zich niet uit tot *“aiders and abettors”*.¹³² Dit heeft tot gevolg dat beleggers secundaire actoren zoals Scientific-Atlanta en Motorola slechts kunnen aanspreken indien voldaan is aan alle voorwaarden voor aansprakelijkheid op grond

128 Men kan wel twijfelen aan dit laatste, omdat de uitgifteprijs waarschijnlijk eerder optimistisch hoog dan laag is.

129 In re Astrazeneca Sec. Lit., 559 F.Supp.2d 453 (S.D.N.Y. 2008) (“The Securities Exchange Act does not address the question of extraterritorial reach. The Second Circuit has not yet given guidance on whether the fraud-on-the-market theory should apply to foreign countries. In the absence of clear authority in favor of a global fraud-on-the-market theory, this Court declines to adopt such a theory.”).

130 Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific Atlanta, Inc. et al., 128 S.Ct. 761 (2008).

131 Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver N.A., 511 U.S. 164, 191 (1994).

132 Overigens is er een recent wetsgevingsinitiatief om ook aansprakelijkheid te creëren wegens *“aiding and abetting”*. Zie <http://lawprofessors.typepad.com/files/specterstoneridgebill.pdf>.

van § 10(b), waaronder reliance. Bewijsvermoedens op grond van *Affiliated Ute* en de *fraud-on-the-market*-theorie (zie daarover § 5.3.2.b) zijn volgens de Supreme Court niet van toepassing. De aangesproken partijen hadden geen verplichting tot openbaarmaking, en hun misleidende handelingen werden niet bekendgemaakt aan het beleggende publiek. Geen enkele belegger was op de hoogte, of kan worden verondersteld op de hoogte te zijn geweest, van de handelingen van deze partijen gedurende de relevante periode. Daarom kan volgens de Supreme Court de lead plaintiff niet aantonen dat beleggers hebben vertrouwd op de misleidende verklaringen op een wijze die direct genoeg is om aansprakelijkheid te vestigen. Volgens de Supreme Court zou de opvatting van de lead plaintiff erop neerkomen dat beleggers in geval van een efficiënte markt niet alleen vertrouwen op publieke mededelingen, maar tevens op de onderliggende transacties die deze mededelingen weerspiegelen. Zulk een opvatting zou ertoe leiden dat het geïmpliceerde actierecht van § 10(b) “*would reach the whole marketplace in which the issuing company does business*”, en vindt geen steun in het recht. De handelingen van de secundaire partijen bevinden zich in een te ver verwijderd verband van de effectentransacties van gedupeerde beleggers. De vordering van beleggers wordt dus afgewezen.¹³³

Een dissenting opinion bij de *Stoneridge*-uitspraak werd geschreven door rechter Stevens, die daarin wordt bijgevalen door twee andere rechters. Zij vinden dat de conclusie dat geen schending van § 10(b) heeft plaatsgevonden die aanleiding geeft tot een schadeclaim gebaseerd is op twee onjuiste vooronderstellingen: (i) een te ruime lezing van de *Central Bank*-uitspraak en (ii) de idee dat reliance een soort super causaal verband vereist. Voor het onderhavige onderzoek is vooral het tweede bezwaar van belang. Volgens Stevens hebben lagere rechters terecht geoordeeld dat het vereiste causaal verband om reliance aan te tonen geen moeilijk neembare hindernis is. In deze zaak had de lead plaintiff niet alleen een *but for*-verband, ofwel sine qua non-verband gesteld, maar tevens aangevoerd dat het gedrag van de aangesproken partijen een *proximate cause* was voor de door Charter gegeven onjuiste voorstelling van zaken. Volgens eiser wisten de aangesproken partijen dat hun misleidende handelingen de basis zouden vormen voor het financiële verslag van Charter, waarop aandeelhouders vervolgens zouden vertrouwen. Hierdoor was voorzienbaar dat beleggers als gevolg van de misleidende handelingen zouden worden bewogen een effectentransactie aan te gaan. Gelet op deze onderbouwing van het juridisch causaal verband door eiser, is de uitleg van het vereiste van

¹³³ Eisers hadden nog aangevoerd dat reliance wel had kunnen worden aangenomen indien het een *common law fraud action* was geweest. Volgens de Restatement (Second) of Torts geldt dat “[t]he maker of a fraudulent misrepresentation is subject to liability ... if the misrepresentation, although not made directly to the other, is made to a third person and the maker intends or has reason to expect that its terms will be repeated or its substance communicated to the other”. Maar volgens de Supreme Court incorporeert § 10(b) niet *common law fraud* in het federale recht. Ten slotte onderbouwt de Supreme Court zijn beslissing nog met een beroep op de geschiedenis van het geïmpliceerde actierecht van § 10(b) en de voorzichtige koers die het heeft gevaren zonder aanwijzingen van de wetgever.

reliance van de Supreme Court volgens rechter White onnodig streng. Het argument dat het geïmpliceerde actierecht “the whole marketplace” zou omvatten, is niet overtuigend, aangezien aansprakelijkheid alleen kan worden aangenomen indien de uitgevende instelling *zelf* § 10(b) heeft geschonden.

In de lagere rechtspraak is de Stoneridge-uitspraak geëxtrapoleerd naar de aansprakelijkheid van de externe advocaat van een uitgevende instelling die beleggers misleidt.¹³⁴ Volgens de rechter hadden beleggers weliswaar voldoende geadstrueerd dat de advocaat de misleiding had gefaciliteerd, maar niet dat zij hadden vertrouwd op misleidende mededelingen van de advocaat. Hun vordering wordt daarom afgewezen.

g. Vergelijking Nederlands en Amerikaans recht; eigen analyse

In § 4.5.2.b-f hierboven heb ik onderzocht hoe direct een belegger op de misleidende voorstelling van zaken moet zijn afgegaan. Daarbij komt mijns inziens betekenis toe aan de modaliteit van transactiecausaliteit die door de belegger wordt aangevoerd.

Een belegger die stelt dat de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs (een lagere aankoopprijs c.q. hogere verkoopprijs) tot stand zou zijn gekomen, kan het csqn-verband tussen de misleiding en zijn schade aantonen, ook al is hij zelf niet op de misleidende passages afgegaan (maar de markt wel). Strengere eisen dienen mijns inziens in beginsel¹³⁵ niet te worden gesteld om rechtens causaal verband aan te nemen.¹³⁶ Ik zie in het bijzonder geen plaats voor de door de Hoge Raad in het World Online-arrest¹³⁷ gestelde extra-eis dat de informatie een rol moet hebben¹³⁸ gespeeld bij de beleggingsbeslissing. De redenering dat een belegger die niet direct of indirect kennis heeft genomen van misleidende mededelingen een kunstmatig hoge aankoopprijs (c.q. een kunstmatig lage verkoopprijs) kennelijk op de koop toeneemt, waardoor het juridisch causaal verband zou ontbreken¹³⁹, moet naar mijn oordeel worden verworpen. Bij hun aan- en verkoopbeslissingen mogen (en zullen) beleggers in beginsel veronderstellen dat zij juist, volledig en tijdig worden geïnformeerd. Ik zou verder geen onderscheid willen maken tussen de verschillende aansprakelijkheidsgronden of tussen transacties op de primaire of secundaire markt. Ik licht dat hieronder toe.

134 In re Refco, Inc. Securities Litigation, 609 F.Supp.2d 304 (S.D.N.Y. 2009).

135 Zie hierna echter nog het geval waarin de belegger op de hoogte is van de misleiding.

136 Vermeldenswaardig is dat in Canada uitdrukkelijk in de wet wordt bepaald dat bij een schadeclaim wegens misleiding niet van belang is of de belegger ‘*relied on the misrepresentation*’. Zie s.138.3 Ontario Securities Act.

137 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

138 Indien de onrechtmatigheid is gelegen in het niet tijdig openbaar maken van negatieve koersgevoelige informatie, zou het gaan om de eis dat de informatie een rol *zou hebben gespeeld* bij de aankoopbeslissing.

139 In deze zin Giesen 1999, p. 77, nt. 503; Van den Akker 2001, p. 178.

Het Nederlandse en Amerikaanse recht kennen verschillende aansprakelijkheidsgrondslagen, en in het Amerikaanse recht is de invulling van de reliance-eis afhankelijk van de vraag welke grondslag wordt gekozen (bij een actie op grond van de Securities Act 1933 in beginsel geen reliance-eis, bij SEC-regel 10b-5 wel). Ik zie echter onvoldoende rechtvaardiging om naar Nederlands recht bij de invulling van de causaliteitseis onderscheid te maken naar de aansprakelijkheidsgrondslag. De wet biedt daarvoor geen duidelijk aanknopingspunt. Wellicht zou kunnen worden betoogd dat een prospectus – meer nog dan verplichte periodieke verslagen – wervende kracht heeft.¹⁴⁰ Maar dit gegeven rechtvaardigt naar mijn mening niet een eis zoals gesteld door de Hoge Raad in de World Online-zaak dat de belegger in geval van een misleidend prospectus (mede) is afgegaan op de misleidende passage (door eigen lezing of door af te gaan op een tussenpersoon of berichten in de media).¹⁴¹ De kern van de stelling van de belegger is immers dat hij te veel betaald heeft voor zijn beleggingsobject. Het maakt voor de omvang van de schade geen verschil of de individuele belegger al dan niet (mede) op de informatie is afgegaan. Overigens geldt in de Verenigde Staten in geval van een actie op grond van de Securities Act 1933 wegens een misleidend prospectus juist *geen* reliance-eis.

Het maken van een onderscheid tussen transacties op de primaire en secundaire markt bij de beantwoording van de vraag in hoeverre een belegger moet zijn afgegaan op de informatie zou naar mijn oordeel arbitraire verschillen opleveren, bijvoorbeeld voor een belegger die op beide markten effecten heeft gekocht voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend werd. Hij zou dan – aangenomen dat hij in het geheel geen kennis heeft genomen van de misleidende informatie – bijvoorbeeld geen schadevergoeding kunnen vorderen op effecten die zijn aangekocht op de primaire markt (of vice versa: de secundaire markt), terwijl wel schadevergoeding kan worden gevorderd op de andere effecten. Dit resultaat komt gewrongen over. Beleggers zullen en mogen er in beginsel op vertrouwen dat zij tijdig, juist en volledig worden geïnformeerd, of zij nu aankopen op de primaire of secundaire markt. Weliswaar weten beleggers dat de primaire markt niet efficiënt is zoals de secundaire markt, maar dit doet er niet aan af dat zij geen rekening zullen houden en hoeven te houden met een misleidende voorstelling van zaken. In dit opzicht heb ik de indruk dat er in de Amerikaanse rechtspraak ten aanzien van SEC-regel 10b-5 een (te) groot onderscheid wordt gemaakt tussen de primaire en secundaire markt. Dit houdt verband met de eisen die worden gesteld aan de marktefficiëntie voor het bewijs van (indirecte) reliance. Wel kunnen beleggers in geval van misleiding op de primaire markt naar Amerikaans recht een beroep doen op de Securities Act 1933, waarbij in beginsel geen reliance-eis geldt.

Causaal verband hoeft niet te worden aangenomen indien de belegger voorafgaand aan de beleggingsbeslissing ervan op de hoogte is dat de uitgevende instelling de markt niet tijdig, juist en volledig informeerde. In dat geval kan namelijk worden

¹⁴⁰ Zie Bras 2006, p. 81–82.

¹⁴¹ Evenzo Pijls 2009b, p. 185–186.

gezegd dat de aan de benadeelde belegger toe te rekenen omstandigheden zozeer prevaleren boven de bijdrage van de aangesproken partij in het verloop van de gebeurtenissen die tot de schade leiden, dat het causaal verband ontbreekt.¹⁴² Dit vertoont gelijkenis met het oordeel van de Supreme Court in de Basic-uitspraak¹⁴³ dat een belegger op de zuiverheid van de beurskoers moet hebben vertrouwd. Anders dan in het Amerikaanse effectenaansprakelijkheidsrecht kan ook met behulp van het leerstuk van de eigen schuld (art. 6:101 BW) de vergoedingsplicht worden verminderd. Daarmee kan een meer genuanceerde oplossing worden bereikt, door de mogelijkheid de schade over partijen te verdelen. In gevallen waarin de belegger bijvoorbeeld slechts *vermoedde* dat de uitgevende instelling de markt niet juist, tijdig en volledig informeerde, zou ik niet willen oordelen dat causaal verband ontbreekt als zulk een belegger schade heeft geleden. De Supreme Court oordeelt in de Basic-zaak dat reliance niet kan worden aangenomen als een belegger gelooft dat de doelvennootschap die ontkende fusiebesprekingen te voeren wel degelijk in onderhandeling was over een fusie, en daarmee ook gelooft dat de koers op een kunstmatig laag niveau stond toen hij zijn effecten (op grond van andere redenen) verkocht. Ik zou hier meer voelen voor het aannemen van ‘eigen schuld’ in de zin van art. 6:101 BW (zie hierna § 4.6.2). De Hoge Raad zal in zulk een geval waarschijnlijk evenals de Supreme Court oordelen dat causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing ontbreekt en derhalve de schadeclaim van de belegger afwijzen. Ten slotte is het enkele feit dat de belegger een short seller is, naar mijn oordeel onvoldoende reden om het causaal verband verbroken te achten.

Een belegger kan ook aanvoeren dat de transactie zonder de onrechtmatige gedraging niet zou zijn verricht (tegen de dan geldende marktprijs). Dat is de tweede modaliteit van transactiecausaliteit. In dat geval zal de belegger *om het csqn-verband aan te tonen* – behoudens eventuele bewijsvermoedens (zie § 5.3.2.b e.v.) – moeten aantonen dat hij direct (door eigen lezing) of indirect (via een tussenpersoon of berichten in de media) op de misleidende passages is¹⁴⁴ afgegaan.¹⁴⁵ Als de belegger slechts heeft vertrouwd op de zuiverheid van de beurskoers, in die zin dat (koersgevoelige) informatie tijdig, juist en volledig bekend wordt gemaakt, komt deze vorm van transactiecausaliteit in beginsel niet vast te staan.¹⁴⁶ De vraag kan worden gesteld of het feit dat een belegger (slechts) *indirect* is afgegaan op de misleidende voorstelling van zaken, ertoe zou kunnen leiden dat het causaal verband

142 Vgl. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 108.

143 485 U.S. 224 (1988).

144 Indien de onrechtmatigheid is gelegen in het niet tijdig openbaar maken van negatieve koersgevoelige informatie, gaat het erom dat de belegger op die informatie *zou zijn afgegaan* bij zijn aankoopbeslissing.

145 Enzo Pijls 2009b, p. 185–187 voor prospectusaansprakelijkheid.

146 Een uitzondering hierop is mogelijk bij bepaalde computergestuurde beleggingsstrategieën, waarbij overschrijding van een bepaald koersniveau of een plotselinge koersbeweging resulteert in een aankooporder. Indien de misleidende voorstelling van zaken een koerssprong veroorzaakt, zou het kunnen zijn dat de effecten worden aangekocht, terwijl dit anders niet het geval geweest zou zijn.

is verbroken.¹⁴⁷ Naar mijn oordeel is dit niet het geval.¹⁴⁸ Ik zie in de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW geen noodzaak voor een dergelijke strenge uitleg van de causaliteitseis. Een te ruime aansprakelijkheid hoeft niet te worden gevreesd. Hierna zal ik betogen dat bij de omvang van de toerekenbare schade aansluiting moet worden gezocht bij de door de misleidende informatie veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3.d-e; § 4.5.4.d-e). Ook het World Online-arrest geeft geen aanleiding om te veronderstellen dat de Hoge Raad de bedoelde indirecte vorm van afgaan op informatie onvoldoende vindt om causaal verband aan te kunnen nemen.

Indien deze tweede vorm van transactiecausaliteit komt vast te staan, is nog van belang of de belegger ook nog redelijkerwijs op de misleidende passage *mocht* afgaan.¹⁴⁹ Een informatiedocument veroudert immers vanaf het moment van openbaarmaking. Indien de werkelijke toestand van de vennootschap (volledig) bekend is geworden, zal uiteraard niet meer op de misleidende passages uit het verleden mogen worden afgegaan. In dat geval kan worden gezegd dat het causaal verband tussen de misleidende mededeling en nadien optredende schade is doorbroken. Zolang de werkelijke toestand van de uitgevende instelling niet bekend is, is een eenduidig antwoord niet mogelijk. Van belang is onder meer welke schade men rechtens voor vergoeding in aanmerking laat komen. Zoals gezegd moet bij de redelijke toerekening aansluiting moet worden gezocht bij de door de misleidende informatie veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3.d-e; § 4.5.4.d-e). Indien dit wordt aangenomen, kan een misleidende mededeling die geen onzuiverheid in de beurskoers veroorzaakt, nimmer tot schadeplichtigheid leiden. In het verlengde hiervan geldt dat de rechter naar mijn mening zo veel mogelijk het oordeel van de markt als uitgangspunt zou moeten nemen bij de beantwoording van de vraag hoe lang een belegger mag afgaan op de informatie, omdat de markt beter dan de rechter in staat is om te beoordelen hoe lang informatie relevant is voor de waardering van de onderneming en de effecten. Indien een koersreactie wordt waargenomen nadat een uitgevende instelling een corrigerende mededeling doet, is dat een aanwijzing dat het eerdere document kennelijk nog relevant was bij de beoordeling van de waarde van de onderneming.

Blom differentieert bij de beantwoording van de vraag hoe lang een belegger op een prospectus mag afgaan nog naar de aard van de mededeling.¹⁵⁰ Ten aanzien van naar hun aard fluctuerende gegevens – zoals tussentijdse cijfers en jaarstukken – geldt zijns inziens dat een belegger al vrij snel niet meer op het prospectus af mag

147 Pijls 2009c, p. 135, die deze vraag vervolgens niet beantwoordt.

148 Hierna ga ik nog wel in op de rol van de identiteit van de schadeveroorzaker bij beantwoording van de vraag of het verband tussen de normschending en de geleden schade voldoende nabij/direct is.

149 Indien de belegger (stelt dat hij) de effecten ook zonder de misleiding zou hebben gekocht, is niet duidelijk wat het belang nog is van de vraag of de belegger mocht afgaan op de informatie. Schade wordt slechts geleden indien er op het moment van aankoop door de misleidende voorstelling van zaken objectief gezien sprake was van een onzuivere beurskoers. Een onzuivere beurskoers kan slechts in stand blijven indien de markt niet op de hoogte is van de misleiding.

150 Blom 1996, p. 156–158.

gaan. Dit lijkt mij juist, met de kanttekening dat de reactie van de markt bij bekendwording van de onjuistheid weer richtinggevend moet zijn. Gaat het echter om een gegeven met eeuwigheidswaarde (zoals bijv. de datum van oprichting), dan is volgens hem denkbaar dat de belegger ook jaren na de uitgifte nog verhaal kan zoeken bij degenen die het prospectus hebben uitgegeven. Daarbij werpt Blom echter wel de vraag op of van onrechtmatig handelen jegens die belegger (tot wie het prospectus zich niet richtte) sprake is en of in een dergelijk geval wel het door art. 6:98 BW vereiste causale verband bestaat.¹⁵¹ Ik begrijp Blom aldus dat hij in de relativiteitseis van art. 6:163 BW (waarover § 2.6) of de causaliteitseis een mogelijke belemmering ziet. Met Blom kan worden ingestemd dat via beide leerstukken te construeren valt dat een vordering tot schadevergoeding aan zulk een belegger kan worden ontzegd. Ik zou echter menen dat als het gegeven met eeuwigheidswaarde op het moment van aankoop nog voor een onzuiverheid in de beurskoers zorgde, de belegger in beginsel wel aanspraak heeft op schadevergoeding (voor zover de schade zich vervolgens materialiseert). Niet van belang is mijns inziens dat het prospectus niet (primair) gericht was tot deze belegger op de secundaire markt. Doorslaggevend is hoe lang de markt informatie relevant acht voor de waardering van de onderneming. Indien de marktwaarde tot nul is gedaald op het moment van aankoop, lijdt de belegger geen rechtens vergoedbare schade.

In hoeverre is de identiteit van de schadeveroorzaker nog van belang bij het voorgaande? De partijen die doorgaans zullen worden aangesproken zijn de uitgevende instelling, haar bestuurders en commissarissen, een begeleidende bank (in geval van een misleidend prospectus) en de accountant (in geval van een misleidende jaarrekening). De vraag of de genoemde partijen *onrechtmatig* hebben gehandeld jegens beleggers zal verschillend worden beoordeeld. De mate van verantwoordelijkheid voor de misleidende voorstelling van zaken en de invulling van de zorgplicht verschilt immers tussen de genoemde partijen (§ 2.3). Indien kan worden aangenomen dat de genoemde partijen onrechtmatig/onzorgvuldig hebben gehandeld, komt vervolgens de vraag aan de orde of de als gevolg van de misleidende voorstelling van zaken geleden schade op grond van art. 6:98 BW kan worden toegerekend. Daarbij kan van belang zijn hoever de schade verwijderd is van het onrechtmatig handelen van de aangesproken partijen. Ik meen dat de rechter juridisch causaal verband zal aannemen ter zake van de partijen die nauw bij het opstellen of controleren van de relevante misleidende stukken zijn betrokken, zoals de uitgevende instelling, bestuurders en commissarissen, lead managers en de accountant. Deze partijen kunnen het ontstaan van schade ook redelijkerwijs voorzien. Indien de aangesproken partij minder nauw betrokken is bij de opstelling van de misleidende berichtgeving, kan naar mijn oordeel worden aangenomen dat het juridisch vereiste causaal verband ontbreekt. In dit verband is het nuttig nog kort

¹⁵¹ Blom 1996, p. 157.

stil te staan bij de vraag hoe de hierboven besproken Stoneridge-zaak¹⁵² (§ 4.5.2.f) naar Nederlands recht zou worden beoordeeld. Twee leveranciers hadden ingestemd met praktijken die de uitgevende instelling in staat stelde om de accountant te misleiden en een misleidend financieel verslag openbaar te maken, waardoor de beurskoers werd beïnvloed. Het lijkt mij onwaarschijnlijk dat naar Nederlands recht door de leveranciers onrechtmatig is gehandeld *jegens beleggers* (relativiteit). Maar voor zover moet worden aangenomen dat onrechtmatig is gehandeld jegens beleggers, komt de vervolgvraag aan de orde of juridisch causaal verband kan worden aangenomen. Het onrechtmatig handelen van de leveranciers was een *condicio sine qua non* voor de misleidende voorstelling van zaken door de uitgevende instelling, en daarmee uiteindelijk ook voor de gematerialiseerde koersschade. Gesteld was dat de aangesproken partijen wisten dat hun misleidende handelingen de basis zouden vormen voor het financiële verslag van de uitgevende instelling, zodat de schade voorzienbaar was. Naar mijn oordeel is verdedigbaar dat het onrechtmatig handelen van leveranciers te ver verwijderd is van de door de beleggers geleden koersschade. In vergelijkbare zin zou kunnen worden geoordeeld over het in de Amerikaanse rechtspraak behandelde geval van een advocaat van de uitgevende instelling die een misleidende voorstelling van zaken faciliteerde.

4.5.3 Schadevaststelling en omvang toerekenbare schade bij aankoop na een misleidend positieve voorstelling van zaken

a. Nederlands recht; schadevaststelling

Een belangrijke vraag voor de omvang van de vergoedingsplicht is de vraag welke peildatum beslissend is voor het vaststellen van de omvang van de schade. Naar mijn oordeel moet de schade als uitgangspunt worden begroot op het tijdstip waarop de waarheid bekend wordt en de (waardevermindering)schade optreedt; wat er nadien gebeurt doet dan niet ter zake.¹⁵³ Ik zal dat hieronder uitwerken voor de beide modaliteiten van transactiecausaliteit en twee nuanceringen op het uitgangspunt weergeven.

Aankoop zou tegen een lagere marktprijs zijn verricht zonder de misleiding

Wat betreft de eerste vorm van transactiecausaliteit – de belegger zou de effecten ook zonder de misleiding hebben gekocht, maar tegen een lagere marktprijs – geldt het volgende. Indien de schade wordt begroot vanuit het *aantal* effecten (§ 4.4.1.b-g), geldt dat de schadeomvang vaststaat op het moment dat de kunstmatige inflatie definitief uit de koers is verdwenen. Dit is mijns inziens in beginsel de relevante peildatum voor de schadevaststelling. Indien bijvoorbeeld een aandeel wordt gekocht tegen een kunstmatig hoge koers van € 100, terwijl de zuivere koers op dat moment eigenlijk maar € 50 is, betekent dit dat als de koers na bekendwording van de waarheid

¹⁵² 128 S.Ct. 761 (2008).

¹⁵³ Dit zal dan ook het moment zijn waarop wettelijke rente gaat lopen, indien gevorderd per die datum.

terugvalt naar € 50 het koersverloop nadien in beginsel niet meer ter zake doet bij het vaststellen van de schade. Als de koers dus vervolgens zakt naar € 40 wordt hiermee geen rekening meer gehouden.

Indien de schade wordt begroot op de waarde van het door de misleiding (netto) te geringe aantal verkregen effecten, zoals bepaald door de koers na bekendwording van de waarheid (§ 4.4.1.h), geldt het volgende. De waarde – en dus de schade – stijgt als de koers na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap weer gaat stijgen. Stel bijvoorbeeld dat een belegger voor de € 100 die hij investeert slechts één aandeel verkrijgt in plaats van twee (omdat de zuivere koers € 50 is). Op het moment dat de waarheid bekend wordt zal de koers eerst terugvallen naar € 50. Indien dan vervolgens door externe omstandigheden de koers nadien stijgt van € 50 tot € 60, neemt de schade met € 10 toe. Omgekeerd geldt dat een koersdaling na bekendwording van de waarheid de schadeomvang beperkt. Als de koers in het gegeven voorbeeld dus na bekendwording van de waarheid door externe omstandigheden daalt van € 50 naar € 40, neemt de schade met € 10 af. Het ligt niet zonder meer voor de hand dat de aangesproken partij deze toename van de schade moet vergoeden of van de afname van de schade kan profiteren. *Ex ante* is het immers in theorie even waarschijnlijk dat de koers zal gaan stijgen als dalen. Het is een beleggingsbeslissing van de belegger om al dan niet de te weinig verkregen effecten bij te kopen, nadat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend is geworden. Naar mijn oordeel is het daarom verdedigbaar om in beginsel het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap te kiezen als de relevante peildatum voor de schadevaststelling.¹⁵⁴ Dit kan dogmatisch worden gemotiveerd als een toepassing van abstracte schadebegroting. De kern daarvan is dat de schade wordt begroot op het tijdstip waarop de (waardevermindering)schade optreedt; wat er nadien gebeurt doet dan (in beginsel) niet ter zake.¹⁵⁵ De schade wordt gefixeerd. Het ontbreken van aansprakelijkheid voor een toename van de schade kan tevens worden gemotiveerd met een beroep op de schadebeperkingsplicht, voor zover men niet het moment van bekendwording van de waarheid als peildatum kiest voor de schadevaststelling.¹⁵⁶ Zie hierna § 4.6.3.

Ik sta nog kort stil bij *short sellers*. Indien de vennootschap een misleidend positieve voorstelling van zaken geeft, kan de short seller schade lijden als hij voordien effecten short verkoopt tegen een zuivere koers, terwijl hij de *covering purchase* ter afdekking van zijn verplichtingen moet verrichten tegen een koers die door de misleiding op een kunstmatig hoog niveau is gelegen. Denkbaar is ook dat de short seller schade lijdt indien de short sale en de covering purchase beide worden verricht tegen een kunstmatig hoge koers, maar de kunstmatige inflatie in de

154 Hierop moet wel de nuancering worden aangebracht dat na dit moment kan blijken dat er sprake was van paniekverkopen die de koers naar een kunstmatig laag niveau drukten.

155 Zie A-G Spier in zijn conclusie (nr. 4.15) bij HR 28 april 2000, NJ 2000, 690 m.nt. A.R. Bloembergen (Gemeente Dordrecht/Stokvast BV).

156 Vgl. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 281–282.

koers tussentijds is toegenomen (zie over deze gevallen § 4.4.1.1). In beide gevallen staat de schadeomvang vast op het moment dat de covering purchase is verricht. De short seller wordt evenwel pas bekend met zijn schade wanneer de waarheid naar buiten komt. Er is geen bezwaar tegen als peildatum dit laatste moment te kiezen, aangezien de schadeomvang na de covering purchase niet meer wijzigt.¹⁵⁷

Aankoop zou niet zijn verricht zonder de misleiding

Ten aanzien van de tweede vorm van transactiecausaliteit – de belegger zou de effecten zonder de misleiding niet hebben gekocht – moet worden bezien of de koersontwikkeling na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap in aanmerking moet worden genomen bij het vaststellen van de schade, voor zover althans de effecten door de belegger nog worden gehouden. Stel bijvoorbeeld dat een belegger die € 100 heeft geïnvesteerd (i) zonder de misleidende voorstelling van zaken dit bedrag in een oude sok zou hebben laten zitten, (ii) de koers van het aandeel op het moment van aankoop € 100 is waardoor de belegger 1 aandeel verkrijgt, (iii) de zuivere koers op het moment van aankoop € 50 is, (iv) de koers na bekendwording van de waarheid op het zuivere niveau van € 50 komt te staan. Indien in dit voorbeeld de koers (door externe omstandigheden) vervolgens zakt naar € 40, geldt dat de schade toeneemt met € 10 als het aandeel nog wordt gehouden ten opzichte van de situatie waarin het onmiddellijk na bekendwording van de waarheid was verkocht. Is de relevante schadeomvang nu € 50 of € 60?

Bij de analyse van de vraag of latere waardeontwikkelingen relevant zijn bij het vaststellen van de schade, kan een parallel worden getrokken met het arrest *Gemeente Dordrecht/Stokvast BV*¹⁵⁸. Dit arrest heeft geen betrekking op beleggingsschade, maar op verontreinigde grond. In die zaak was ook in geschil of met waardeontwikkelingen na het aan de dag treden van de verontreiniging rekening mocht worden gehouden. De Hoge Raad overweegt (r.o. 3.4.2):

“Het gaat in het onderhavige geval om schade welke bestaat in waardevermindering van door de eigenaar van bouwgrond daarop gebouwde woningen, ontstaan als gevolg van het later aan de dag treden van verontreiniging van die grond. Mede met het oog op hanteerbaarheid van de methode van schadebegroting, rechtvaardigt de aard van *zodanige* schade dat het de rechter vrijstaat bij het begroten daarvan te abstraheren van bepaalde, de bijzondere situatie van de benadeelde eigenaar betreffende, omstandigheden. *In het bijzonder kan buiten beschouwing worden gelaten dat de eigenaar de woningen niet heeft verkocht* (vgl. ...). Indien en voor zover echter ten tijde van de *vaststelling* van de schade door de rechter, de aanvankelijk opgetreden waardevermindering van de woningen ongedaan blijkt te zijn gemaakt door een van overheidswege

¹⁵⁷ De keuze voor de peildatum kan wel verschil maken met het oog op de vergoeding van wettelijke rente. Ten aanzien van short sellers lijkt mij verdedigbaar dat wettelijke rente loopt vanaf het moment waarop de covering purchase is verricht.

¹⁵⁸ HR 28 april 2000, NJ 2000, 690 m.nt. A.R. Bloembergen (*Gemeente Dordrecht/Stokvast BV*).

uitgevoerde bodemsanering in het gebied waar de woningen zich bevinden, is dit waardeherstel *een niet met de individuele situatie van de eigenaar samenhangende omstandigheid* die redelijkerwijs in aanmerking behoort te worden genomen *om te voorkomen dat meer dan de werkelijk geleden schade wordt vergoed.*” [cursivering BdJ]

In hoeverre is deze overweging relevant voor beleggingsschade? Ik zou menen dat evenals in bovenstaand arrest moet worden geoordeeld dat bij de schadebegroting in beginsel geabstraheerd kan worden van het feit dat een belegger zijn effecten nog niet verkocht heeft. Onjuist acht ik de redenering dat de belegger geen aanspraak kan maken op schadevergoeding zolang hij de effecten nog houdt nadat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend is geworden. Evenzeer onjuist is mijns inziens het standpunt dat het enkele aanhouden van effecten het causaal verband verbreekt, in die zin dat de aanspraak op schadevergoeding geheel vervalt, ook ten aanzien van de waardedaling tot het moment waarop de werkelijke toestand bekend werd.¹⁵⁹

De Hoge Raad oordeelt ten aanzien van verontreinigde grond dat een waardeherstel dat niet samenhangt met de individuele situatie van de eigenaar redelijkerwijs in aanmerking moet worden genomen. Men zou *mutatis mutandis* kunnen betogen dat het verdere koersverloop een omstandigheid is die niet samenhangt met de individuele situatie van de belegger. Er is mijns inziens echter ook een relevant verschil met het hierboven weergegeven arrest. Bodemverontreiniging kan ongedaan worden gemaakt door sanering, maar dit geldt niet op de effectenmarkt. Een effect is geen zaak die kan worden hersteld. De waardevermindering kan dus strikt genomen niet ongedaan worden gemaakt. Op het moment van de koersdaling door bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap is het even waarschijnlijk dat de koers daarna zal gaan stijgen als dalen. Indien de belegger besluit om het effect te houden, zou men dat kunnen zien als een *nieuwe beleggingsbeslissing*. Een verdere waardedaling komt voor zijn eigen risico (zie hierna ook § 4.6.3 over de schadebeperkingsplicht). Een waardestijging staat in beginsel los van de misleiding (althans voor zover er geen sprake was van een overreactie na bekendwording van de misleiding of additionele *disclosures*). Het is daarom niet evident dat de waardestijging in mindering moet komen op de door de aangesproken partij te betalen schadevergoeding. Zou men hierover anders oordelen, dan hebben gedupeerde beleggers een prikkel om hun effecten direct na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap te verkopen. Zij kunnen immers door de effecten te houden niet profiteren van een positieve koersontwikkeling omdat die in mindering komt op de schadevergoeding, terwijl een negatieve koersontwikkeling wel voor hun rekening komt. Zulk een prikkel is ongewenst, omdat de verkoopbeslissing dan gebaseerd is op het schadevergoedingsrecht

¹⁵⁹ Deze redenering is onder meer gebruikt in geval van schade door overschrijding van bestedingsruimte, hetgeen uiteraard wel een ander geval is dan schade door misleiding op de effectenmarkt. Zie KCHB 30 juli 2002, JOR 2002/165 m.nt. K. Frielink onder JOR 2002/166. Zie hierna ook § 4.4.6 over het leerstuk van de eigen schuld.

in plaats van op overwegingen die betrekking hebben op een analyse van de uitgevende instelling. Bovendien wordt een zuivere prijsvorming niet bevorderd door dit soort perverse prikkels.

Ten aanzien van de tweede vorm van transactiecausaliteit lijkt het mij dus eveneens verdedigbaar om in beginsel als peildatum het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap te kiezen. In zoverre is dan niet van belang of de belegger nadien zijn effecten heeft verkocht of gehouden.

Nuanceringen; een overreactie; stapsgewijze bekendwording van de waarheid

Een belangrijke nuancing op het bovenstaande is dat in geval van een overreactie na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap bij het begroten/schatten van de rechtens vergoedbare schade wel gekeken zal moeten worden naar het latere koersverloop. Het latere koersverloop is namelijk van belang voor het op juiste wijze schatten van de omvang van de kunstmatige inflatie in de koers in het tijdvak van de misleiding. De aanvankelijke residuele koersreactie vormt geen goede indicatie (zie voor deze constatering ook § 4.4.4).

Bij stapsgewijze bekendwording van de waarheid is het koersverloop eveneens van belang, tot aan het moment waarop de waarheid volledig bekend is. In de praktijk zal niet altijd meteen duidelijk zijn of een bepaalde corrigerende mededeling als partiële of volledige disclosure kan worden gekwalificeerd. Niet ondenkbaar is dat de uitgevende instelling later alsnog aanvullende persberichten doet uitgaan, waaruit bijvoorbeeld blijkt dat de omvang van een fraude kleiner of juist groter is dan aanvankelijk gedacht.

b. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade

In het voorgaande is voor de twee modaliteiten van transactiecausaliteit ingegaan op de aard van de geleden schade en de peildatum voor het vaststellen van de schade(omvang). Op grond van art. 6:98 BW dient te worden gezien of de aldus bepaalde omvang van de schade nog nader moet worden beperkt. In § 2.5.4 zijn de verschillende factoren genoemd die hierbij een rol kunnen spelen. Hieronder zullen deze voor zover relevant worden toegepast op schade door misleiding op de effectenmarkt. Bedacht dient te worden dat het aan gedaagden is om een beroep te doen op een beperking van de vergoedingsplicht op grond van art. 6:98 BW (zie § 5.4.2).

c. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade volgens de rechtspraak

Het arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank

In het eerder besproken arrest Aeilkema-Veenkoloniale Bank (zie § 4.5.2.b) overwoog de Hoge Raad dat het *redelijkerwijs te verwachten gevolg* van de beweerdelijk misleidende jaarstukken was dat de koers van de pandbrieven de werkelijke waarde te boven zal gaan, en dat een belegger schade zal lijden door aankoop van die pandbrieven tegen een koers die de werkelijke waarde overtreft. Onder die omstandigheden is

zodanige schade veroorzaakt door de aangesproken partij, aldus de Hoge Raad. Ten tijde van dit arrest paste de Hoge Raad nog de adequatie-theorie toe. Zoals gezegd is de voorzienbaarheid bij zuivere vermogensschade nog steeds een belangrijk criterium bij de toerekening ex art. 6:98 BW. Een probleem bij de uitleg van het arrest is echter dat de schadeomvang niet expliciet aan de orde komt. De Hoge Raad maakt ook geen duidelijk onderscheid tussen de twee modaliteiten van transactiecausaliteit, die leiden tot een verschil in de omvang van de schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding.

Het arrest De Boer e.a./TMF

De vraag welke schade ex art. 6:98 BW redelijkerwijs kan worden toegerekend kwam aan de orde in het arrest De Boer e.a./TMF, hoewel het hier niet ging om beursgenoteerde aandelen.¹⁶⁰ Voor zover hier van belang werd door De Boer c.s. – ervaren beleggers – gesteld dat zij als gevolg van onrechtmatig handelingen van TMF ertoe bewogen waren te beleggen (via maatschappen) in de naamloze vennootschap HSI. Deze vennootschap was opgericht om een stuk grond en een thermale bron in Spanje te ontwikkelen, waarbij ‘timesharingrechten’ zouden worden uitgegeven. Dit project was volgens eisers niet levensvatbaar. De maatstaf die het hof had aangelegd bij de bepaling van de schadeomvang was het (mogelijke) verschil tussen de betalingen die deze beleggers hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de maatschappen, de ‘verwachtingswaarde’ (een begrip dat door het hof niet wordt uitgelegd) daaronder begrepen. De Boer c.s. hadden primair echter aangevoerd dat hun schade bestond in het verlies van de in de maatschappen geïnvesteerde bedragen. Het hof beoogde met de door hem geformuleerde maatstaf de vergoedingsplicht te beperken.

De Hoge Raad casseert het arrest van het hof op verschillende punten. In het incidentele cassatieberoep oordeelt hij dat het hof buiten de grondslag is getreden die De Boer c.s. aan hun vordering hebben gegeven (r.o. 5.1). De Boer c.s. hadden gesteld dat zij door de onrechtmatige gedragingen van TMF zijn bewogen te beleggen in een niet levensvatbaar project en dat hun schade daarin bestaat dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het geïnvesteerde bedrag. Gegeven die stelling had het hof volgens de Hoge Raad de vordering slechts kunnen toewijzen indien komt vast te staan dat het project inderdaad niet levensvatbaar was.^{161,162}

¹⁶⁰ HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong; Ondernemingsrecht 2008, p. 364–368 met commentaar A.C.W. Pijls en H.M. Vletter-van Dort (De Boer e.a./TMF).

¹⁶¹ Het hof had dus moeten vaststellen of het project levensvatbaar was. Volgens de A-G moet dit worden beoordeeld naar het moment waarop de beleggers tot de maatschappen zijn toegetreden (zie nr. 4.49 van de conclusie). De Hoge Raad laat zich hier niet over uit, maar het oordeel van de A-G is mijns inziens juist.

¹⁶² Overigens is de wijze waarop eisers hun vordering processueel hebben ingekleed riskant. Indien na verwijzing namelijk niet blijkt dat het project van meet af aan niet levensvatbaar was, strandt hun vordering (zie ook nr. 4.45 van de conclusie van de A-G). Zie hierover Pijls en Vletter-van Dort in hun commentaar bij het arrest (Ondernemingsrecht 2008, p. 367–368), alsmede mijn noot bij JOR 2008/209.

De Hoge Raad oordeelt in het principale cassatieberoep ook anders over de noodzaak van beperking van de vergoedingsplicht ex art. 6:98 BW die het hof met de aangelegde schademaatstaf beoogde. Het hof motiveerde deze noodzaak aldus dat de aan TMF verweten gedragingen betrekking hadden op de periode waarin de investeerders nog geen aandeelhouders waren in HSI, en dat TMF daarnaast geen invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het project nadat de investeerders daartoe waren toetgetreden (terwijl de investeerders die invloed wel konden uitoefenen en ook hebben uitgeoefend). De Hoge Raad overweegt (r.o. 4.8):

“Het oordeel van het hof (...) dat voor een verdergaande schadevergoeding dan in rov. 2.12.3 omschreven geen plaats is omdat het aan TMF verweten onrechtmatige handelen valt in de periode voordat De Boer c.s. (via de maatschappen) in HSI investeerden, levert in ieder geval geen begrijpelijke redengeving hiervoor op, omdat De Boer c.s. aan hun vordering ten grondslag hebben gelegd dat zij op grond van de onrechtmatige gedragingen van TMF in voormelde periode zijn overgegaan tot de investeringen in het Project, dat echter van meet af aan niet levensvatbaar was. In dat licht bezien valt zonder nadere motivering, die evenwel ontbreekt, niet in te zien dat het verlies van de geïnvesteerde bedragen niet meer als een gevolg van het onrechtmatig handelen van TMF aan haar kan worden toegerekend. Evenmin een begrijpelijke redengeving is de door het hof daaraan (...) nog toegevoegde overweging dat gesteld noch gebleken is dat TMF invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het Project nadat De Boer c.s. daarin waren toetgetreden, terwijl wel voldoende aannemelijk is geworden dat De Boer c.s. via de onderscheiden maatschappen die invloed wel konden uitoefenen en hebben uitgeoefend.”

In het licht van de stellingen van beleggers dat zij door de misleidende brochure tot investering zijn bewogen valt volgens de Hoge Raad dus zonder nadere motivering niet in te zien dat het verlies van de geïnvesteerde bedragen – aangenomen dat het project van meet af aan niet levensvatbaar was – niet meer als een gevolg van het onrechtmatig handelen van TMF aan haar kan worden toegerekend. Uit de geciteerde overweging kan niet worden opgemaakt of en welke eventuele andere argumenten zouden kunnen pleiten voor een beperking in de toerekening, en in welke omvang. Geconcludeerd kan slechts worden dat de door het hof aangedragen argumenten niet voldoen.

Op het eerste gezicht lijkt het alsof de Hoge Raad een ruimere toerekening van schade toestaat dan het hof, aangenomen dat het project van meet af aan niet levensvatbaar was. Of dit werkelijk zo is, hangt af van het antwoord op de vraag wat onder de werkelijke (verwachtings)waarde van een aandeel moet worden verstaan, in het bijzonder in de situatie dat een project niet levensvatbaar is.

Het hof geeft geen uitleg van het begrip verwachtingswaarde. In cassatie klagen De Boer c.s. erover dat het begrip onaanvaardbaar onduidelijk is. Deze klacht komt A-G Wuisman op zichzelf niet ongegrond voor. Hij merkt op dat niet alleen onduidelijk is wat het begrip inhoudt maar ook welke factoren bij de bepaling

van de waarde in aanmerking moeten worden genomen. Dit is inderdaad een moeilijk punt. De verwachtingswaarde is geen vastomlijnd begrip. Ik vermoed dat de verwachtingswaarde door een deskundige wordt bepaald door te kijken naar de verwachte toekomstige netto-kasstroom¹⁶³ van het project (en dus in het verlengde daarvan de kasstromen op het aandeel). Door middel van een bepaalde discontovoet zal de *huidige* waarde van deze kasstromen moeten worden bepaald. Zo is een verwachte netto-kasstroom op het project van € 105.000 over een jaar bij een discontovoet van 5% € 100.000 waard in het heden. Over de wijze waarop de levensvatbaarheid van het project kan worden vastgesteld, merkt A-G Wuisman op dat daarbij in het bijzonder van gewicht zal zijn welke kans van slagen de uitgifte van de timesharingrechten had op het moment van toetreden tot de maatschappen. Dit is naar mijn oordeel nog weinig helder. Wat wordt bedoeld met ‘kans van slagen’? Ik zou denken dat bij een niet-levensvatbaar project de som van de verwachte toekomstige netto-kasstroom negatief zal zijn, aangezien de uitgaven de verwachte inkomsten zullen overschrijden. Maar als dit juist is, kan dan niet worden gezegd dat de verwachtingswaarde van de aandelen van de vennootschap die zulk een project exploiteert nul is?

Ik acht het niet uitgesloten dat de volgens de Hoge Raad door beleggers te bewijzen stelling dat het project van meet af aan niet levensvatbaar was er feitelijk op neerkomt dat de verwachtingswaarde van de aandelen HSI op het moment van investeren nul was. Indien deze conclusie juist is, zou de benadering van het hof tot hetzelfde resultaat leiden als die van de Hoge Raad. De volledige inleg zou dan immers te beschouwen zijn als toerekenbare schade. Het enige probleem met het arrest van het hof is dan dat zijn maatstaf te *gunstig* is voor de gedupeerde beleggers gelet op de wijze waarop zij hun vordering hadden ingekleed, omdat ook schadevergoeding zou worden toegekend als het project wél levensvatbaar was. Het hof is hier inderdaad buiten de grondslag getreden van hetgeen door beleggers was aangevoerd.

Indien De Boer c.s. hadden gesteld dat hun schade gelegen was in het verschil tussen de betalingen die zij hebben gedaan en de werkelijke (verwachtings)waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de maatschappen, had het hof naar mijn mening wel de bestreden schademaatstaf moeten aanleggen. Problematisch blijft echter de invulling van het begrip werkelijke (verwachtings)waarde. In het onderhavige onderzoek gaat het om beursgenoteerde effecten met een marktprijs. Indien beleggers stellen dat de schade is gelegen in het verschil tussen de betaalde aankoopprijs en de werkelijke waarde van de effecten op het moment van aankoop (met andere woorden de kunstmatige inflatie, waarover § 4.4.1.b-g), dan kan deze schade worden geschat door middel een residuele koersreactie (§ 5.2). De problemen rondom de operationalisering van het begrip verwachtingswaarde zoals in het TMF-arrest doen zich ten aanzien van publiekelijk verhandelde effecten met

¹⁶³ Het gaat dus om de ontvangsten minus de uitgaven.

een marktprijs dan ook niet in die mate voor. Aansluiting kan worden gezocht bij de reactie van de markt.

Zouden De Boer c.s. hun vordering anders hebben ingekleed door simpelweg de schade te vorderen die zij als gevolg van het onrechtmatig handelen hebben geleden¹⁶⁴, dan vraag ik mij af of de door het hof aangelegde maatstaf toch niet bruikbaar is (zij het dat TMF een beroep had moeten doen op de beperking in de toerekening ter zake van de schadeomvang). Het investeren in een beleggingsobject impliceert namelijk het aanvaarden van beleggingsrisico. Moeilijk is in te zien waarom *meer* dan het verschil tussen het ingelegde bedrag en de werkelijke (verwachtings)waarde – niettegenstaande de onduidelijkheid van dit begrip – van de aandelen op het moment van investeren voor vergoeding in aanmerking zou moeten komen. Ik zal hieronder (§ 4.5.3.d-e) betogen dat in ieder geval bij publiekelijk verhandelde effecten bij de redelijke toerekening aansluiting moet worden gezocht bij de door de misleidende voorstelling van zaken veroorzaakte onzuiverheid in de koers, hetgeen aansluit bij de door het hof geformuleerde toerekeningsmaatstaf.

d. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade indien aankoop tegen lagere marktprijs zou zijn verricht

In § 4.4.1 heb ik uitgewerkt welke schade feitelijk het gevolg is van de misleiding indien een belegger (stelt dat hij) de effecten zonder de misleiding tegen een lagere marktprijs had gekocht.

Indien de schade wordt begroot vanuit het *aantal* daadwerkelijk gekochte effecten, gaat het om de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop, althans voor zover de belegger de effecten is blijven houden tot het moment waarop de kunstmatige inflatie (definitief) uit de koers is verdwenen. In het kader van de redelijke toerekening speelt met name de vraag wat de omvang van de vergoedingsplicht dient te zijn indien de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop groter is dan de kunstmatige inflatie op het moment dat de waarheid bekend wordt (vgl. § 4.4.1.d). De kunstmatige inflatie is dan dus afgenomen over de tijd als gevolg van interferentie met externe factoren. De bestaande rechtspraak en literatuur geven geen antwoord op deze vraag. Ik zou menen dat het naar Nederlands recht niet onredelijk is om de schadevergoeding in dat geval te beperken tot het bedrag van de kunstmatige inflatie op het moment dat de waarheid bekend wordt (anders gezegd, de residuele koersdaling). Het aanhouden van effecten impliceert immers het accepteren van algemeen beleggingsrisico. Voor zover latente schade zich materialiseert door inwerking van externe factoren kan worden gezegd dat de misleiding geen voldoende nabije oorzaak is voor de gerealiseerde schade. De vergoeding per aangehouden effect is dan het minimum van (i) de kunstmatige inflatie op het

¹⁶⁴ Zie Pijls en Vletter-van Dort in hun commentaar bij het arrest (Ondernemingsrecht 2008, p. 367–368), alsmede mijn noot bij JOR 2008/209. Het voordeel van deze wijze van inkleden van de vordering is dat eisers niet hoeven aan te tonen dat het project van meet af aan geheel niet levensvatbaar was.

moment van aankoop en (ii) de residuele koersdaling na bekendwording van de waarheid¹⁶⁵.

Voor effecten die zijn verkocht vóórdat de kunstmatige inflatie geheel uit de koers is verdwenen, geldt dat de schade zich (gedeeltelijk) niet heeft gerealiseerd, of zelfs een voordeel is behaald (als de kunstmatige inflatie tussentijds is toegenomen). Ik meen in het verlengde van het voorgaande dat gerealiseerde schade geleden op tussentijds verkochte effecten niet voor vergoeding in aanmerking komt.¹⁶⁶ De (schadelijke) gevolgen van de inwerking van externe invloeden op de omvang van de kunstmatige inflatie in de koers blijven naar mijn mening dus voor rekening van de belegger. Behaalde voordelen moeten worden verrekend met de gerealiseerde schade op de resterende aangehouden effecten.¹⁶⁷

Indien niet het *aantal* gekochte effecten, maar het *investeringsbedrag* als uitgangspunt wordt genomen, kan de schade worden gezien als de waarde van het door de misleiding (netto) te geringe aantal verkregen effecten, zoals bepaald door de koers na bekendwording van de waarheid (§ 4.4.1.i). Een probleem in het kader van de redelijke toerekening bij deze schadebegrotingsmethode is dat het aldus bepaalde schadebedrag naar mijn mening (te veel) los komt te staan van de onzuiverheid in de beurskoers. De koers na *disclosure* waartegen de ten onrechte niet verkregen effecten zouden worden gewaardeerd is – ten opzichte van de aankoopprijs – namelijk zowel het gevolg van de residuele koersdaling als van externe factoren. Koersontwikkelingen door externe factoren – anders gezegd: algemene beleggingsrisico's – moeten evenwel niet ten nadele van de schadeveroorzaker komen. Ik denk daarom aan een begrenzing van de vergoeding per effect dat (netto) te weinig is verkregen. Indien men in plaats van bij de koers direct na *disclosure* aansluiting zoekt bij de koers zoals deze zonder de onrechtmatige gedraging geweest zou zijn op het moment van aankoop, kan worden afgeleid dat het schadebedrag gelijk wordt aan het aantal *werkelijk* verkregen aandelen, vermenigvuldigd met de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop.¹⁶⁸ In dat geval is er geen verschil meer met de benadering die vertrok vanuit het *aantal* gekochte

165 Indien de kunstmatige inflatie in de koers zich stapsgewijs opbouwde als gevolg van meerdere misleidende mededelingen of omissies, zal gekeken moeten worden welk deel van de residuele koersdaling kan worden gerelateerd aan de kunstmatige inflatie op het moment dat de belegger kocht.

166 In geval van meerdere aan- en verkopen zal een veronderstelling nodig zijn over de wijze waarop verkochte effecten worden gerelateerd aan de eerdere aankopen, zoals FIFO (first-in-first-out) of LIFO (last-in-first-out). Voor de praktijk kan als uitgangspunt worden gehanteerd dat beide methodes tot dezelfde uitkomsten leiden, zolang de kunstmatige inflatie gestaag afneemt (of gelijk blijft) na de eerste aankoop.

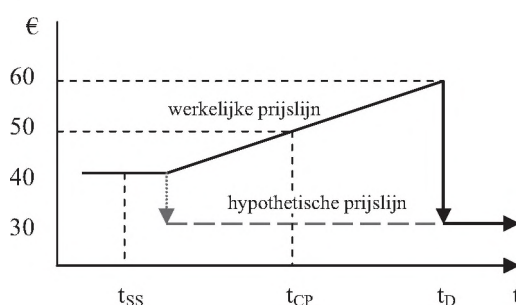
167 In geval van meerdere aan- en verkopen kan opnieuw als uitgangspunt worden gehanteerd dat de FIFO- en LIFO-methode tot dezelfde uitkomsten leiden, zolang de kunstmatige inflatie gestaag toeneemt.

168 Formule (3) in de hoofdstekst wordt dan namelijk niet $D = WP_{actueel} * (I/HP_A - I/WP_A)$, maar $D = HP_A * (I/HP_A - I/WP_A)$. Herschrijven van termen geeft $D = A * (WP_A - HP_A)$. Dit is precies gelijk aan formule (2).

aandelen. Hierboven heb ik echter betoogd dat de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop voor die benadering ook nog een te ruime vergoeding kan zijn, namelijk in het geval de kunstmatige inflatie over de tijd is afgenomen door externe factoren voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt. De residuele koersdaling was bij die benadering dus ook nog een bovengrens. Indien men aldus de omvang van de vergoedingsplicht beperkt, wordt redelijke toerekening een ingewikkelde exercitie. De omvang van de vergoedingsplicht zou dan gelijk zijn aan het minimum van (i) de waarde van het door de misleiding (netto) te gering aantal verkregen effecten, zoals bepaald door de koers direct na bekendwording van de waarheid, (ii) het *werkelijk* aantal gekochte aandelen, vermenigvuldigd met de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop, en (iii) het *werkelijk* aantal gekochte aandelen, vermenigvuldigd met de residuele koersdaling na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap.¹⁶⁹

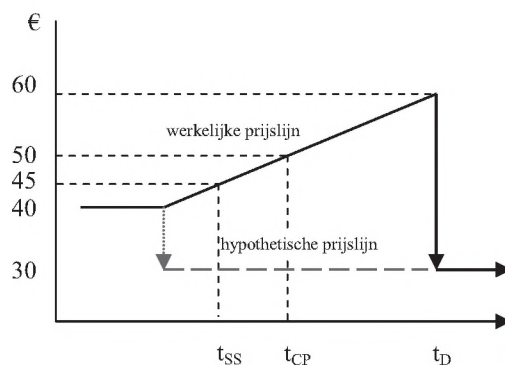
Indien schade aldus wordt toegerekend, is het verschil in beide benaderingen dat men uitgaande van het investeringsbedrag soms minder, maar nooit meer krijgt dan indien men uitgaat van het aantal gekochte effecten.

Nog enkele opmerkingen over de omvang van de toerekenbare schade bij short sellers. Indien de vennootschap een misleidend positieve voorstelling van zaken geeft, kan de short seller schade lijden als hij de covering purchase verricht tegen een kunstmatig hoge koers (zie § 4.4.1.1). Anders dan in het geval van een belegger die effecten *long* koopt, geldt dat na het moment van de covering purchase (gevolgd door levering van de verkregen effecten aan de uitlener) geen beleggingsrisico meer wordt genomen. Om deze reden meen ik dat de kunstmatige inflatie op het moment dat de waarheid bekend wordt niet als bovengrens voor de vergoeding per effect moet worden aangelegd bij short sellers. Men zou eventueel wel kunnen denken aan andere begrenzingen, waarbij de minimale kunstmatige inflatie wordt genomen tussen het moment van de short sale en de covering purchase. Ik illustreer dit aan de hand van twee voorbeelden. Veronderstel eerst dat de short sale wordt verricht tegen een zuivere koers, terwijl de covering purchase wordt verricht tegen een kunstmatige hoge koers:



¹⁶⁹ Nog afgezien van een eventuele vermindering van de schadevergoeding op grond van verrekening van voordelen of eigen schuld.

In bovenstaande figuur wordt het effect short verkocht tegen een zuivere koers van € 40. Vervolgens verricht de short seller de covering purchase op moment t_{CP} terwijl de kunstmatige inflatie op dat moment gelijk is aan $(50 - 30 =) € 20$. Toen de misleiding een aanvang nam bedroeg de kunstmatige inflatie echter $(40 - 30 =) € 10$. De tussentijdse toename van de kunstmatige inflatie is het gevolg van externe factoren. Door te wachten met de covering purchase aanvaardt de short seller algemeen beleggingsrisico. In zoverre zou betoogd kunnen worden dat de vergoeding mag worden begrensd op een bedrag van € 10. In het tweede voorbeeld neem ik aan dat zowel de short sale als de covering purchase worden verricht tegen een kunstmatig hoge koers:



In bovenstaand voorbeeld wordt een voordeel behaald op het moment van de short sale van $(45 - 30 =) € 15$. Vervolgens wordt de covering purchase verricht terwijl de kunstmatige inflatie gelijk is aan € 20. De toename in de kunstmatige inflatie tussen het moment van de short sale en de covering purchase is weer het gevolg van interferentie met externe factoren (de waarheid is immers nog niet bekend). In dit geval zou betoogd kunnen worden dat er geen rechtens vergoedbare schade is geleden. De vergoeding mag worden begrensd op het voordeel dat is behaald op het moment van de short sale. Per saldo is er dan geen rechtens vergoedbare schade.

In het bovenstaande is geen onderscheid gemaakt tussen de verschillende partijen die kunnen worden aangesproken, zoals de uitgevende instelling, bestuurders en commissarissen, banken en de accountant. Niet duidelijk is hoe de rechtens vergoedbare schade (zonder uitdrukkelijke wettelijke) grondslag verder kan of zou moeten worden beperkt, voor zover vaststaat dat de aangesproken partijen inderdaad onrechtmatig hebben gehandeld jegens het beleggende publiek.

e. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade indien aankoop niet zou zijn verricht

Indien een belegger (stelt dat hij) zonder de misleiding de effecten niet zou hebben gekocht (ook niet tegen de dan geldende mogelijk gunstigere marktprijs), is het naar

mijn mening eveneens verdedigbaar om onder omstandigheden een beperking aan te brengen in de *omvang* van de vergoedingsplicht.

Eerder bleek dat naar Nederlands recht bij de schadebegroting moet worden vergeleken met de (hypothetische) situatie zoals die zonder de onrechtmatige daad zou zijn geworden. Daarom heb ik onderscheiden tussen (i) de situatie dat de belegger zonder de onrechtmatige gedraging in het geheel niet zou hebben belegd, en (ii) de situatie dat hij wel zou hebben belegd, maar in andere financiële instrumenten. Het schadebedrag kan door het onvoorspelbare koersverloop van de desbetreffende effecten en de alternatieve effecten waarin mogelijk belegd zou zijn, zeer verschillend zijn. Denkbaar is dat de belegger een aandeel zou hebben gekocht dat buitengewoon goed blijkt te renderen, door bepaalde toevalligheden, of dat de koers van het litigieuze aandeel niet alleen door de misleiding, maar ook door externe oorzaken sterk in waarde is gedaald.¹⁷⁰

In hoeverre is het naar Nederlands recht nu redelijk de feitelijk geleden schade (§ 4.4.1.i) voor rekening van de schadeveroorzaker te laten komen? Bij de beantwoording van deze vraag komt naar mijn mening in het bijzonder betekenis toe aan (i) de voorzienbaarheid van de schade en (ii) de aard en strekking van de geschonden norm, mede in verband met de aard van de schade.

De *mogelijkheid* van schade in de vorm van een verlies en gederfde winst is op zichzelf voorzienbaar. De *omvang* van de feitelijk geleden schade is evenwel niet goed te voorzien op het moment van de aankoop, door de onvoorspelbaarheid van het latere koersverloop van effecten naar aanleiding van nieuwe algemeen-economische, sectorspecifieke en bedrijfsspecifieke informatie. Aangenomen mag worden dat op grond van art. 6:98 BW de voorzienbaarheid van de *omvang* van de schade een relevant gezichtspunt vormt.¹⁷¹ Dit gezichtspunt pleit tegen (volledige) vergoeding van de gederfde winst op alternatieve beleggingsobjecten waarin zonder de misleidende voorstelling van zaken zou zijn geïnvesteerd. Aangezien de waarde van een beleggingsobject geen bovengrens kent, is ook de gederfde winst potentieel onbegrensd. Ook waardedalingen van het effect ten opzichte van de aankoopprijs die het gevolg zijn van aan de misleidende voorstelling van zaken externe factoren, zijn op het moment van de onrechtmatige gedraging niet concreet voorzienbaar en zouden derhalve niet hoeven te worden vergoed.

Bij de toerekening komt ook betekenis toe aan de aard en strekking van de geschonden norm, mede in verband met de aard van de schade. In hoofdstuk 2 heb ik de verschillende grondslagen voor aansprakelijkheid genoemd (art. 2:139, 2:150, 6:162, 6:193a–193j, 6:194–195 BW). De onderliggende norm die geschonden wordt door het geven van een misleidende voorstelling van zaken, is dat beleggers tijdig, juist en volledig moeten worden geïnformeerd. Indien dit laatste het geval is, wordt een goede en eerlijke prijsvorming bevorderd en worden beleggers in staat gesteld om op grond van alle actuele informatie aan- en verkoopbeslissingen te

¹⁷⁰ Vgl. Blom 1996, p. 159–160.

¹⁷¹ Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6–II* 2009, nr. 83.

nemen. Beleggers worden door deze norm niet beschermd tegen algemene beleggingsrisico's. Naar hun aard zijn effecten goederen die sterk in waarde kunnen fluctueren, aangezien de koers tot stand komt op basis van verwachtingen over de toekomst. Een en ander betekent mijns inziens dat bij de toerekening zo veel mogelijk moet worden aangesloten bij de onzuiverheid in de beurskoers die door de misleidende voorstelling van zaken is ontstaan.

Gelet op het bovenstaande zou ik menen dat de omvang van de vergoedingsplicht per effect wordt bepaald door de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers.¹⁷² Als de marktprijs niet was beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken, is er dus geheel geen *rechtens vergoedbare* schade geleden (hoewel er bij deze modaliteit van transactiecausaliteit *feitelijk* wel schade kan zijn voortgevloeid uit de misleiding). Indien de koers wel kunstmatig hoog was door de misleiding, dient nog onder ogen te worden gezien dat de omvang van de onzuiverheid in de koers kan variëren in het tijdvak van de misleiding. Een eerste bovengrens ter zake van de omvang van de vergoedingsplicht per effect lijkt mij het bedrag van de residuele koersdaling bij bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Deze bovengrens is redelijk, om dezelfde reden die hierboven werd aangegeven voor een belegger die de effecten tegen andere voorwaarden zou hebben gekocht. De belegger neemt door het aanhouden van effecten een beleggingsbeslissing, waarvan de gevolgen voor zijn rekening blijven. Algemene beleggingsrisico's moeten niet worden afgewenteld op de schadeveroorzaker. Vervolgens laat zich de vraag stellen of het redelijk is om nog een tweede bovengrens aan te leggen, namelijk het bedrag van de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop. Indien namelijk de kunstmatige inflatie in het tijdvak van de misleiding toeneemt door externe factoren, is het de vraag of de extra schade die zich dan bij bekendwording van de waarheid in de vorm van een koersdaling realiseert voor rekening van de aangesproken partij moeten komen. Indien uitsluitend naar de residuele koersreactie wordt gekeken, komt de extra schade voor rekening van de aangesproken partij. Ik zou het niet onredelijk vinden als de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop als tweede bovengrens wordt gehanteerd. Gelet op het arrest De Boer e.a./TMF (zie hierboven sub c) is echter niet zeker of de Hoge Raad deze beperking zal toestaan indien beleggers het (hogere) bedrag van de residuele koersdaling als

172 De Klachtencommissie DSI (thans de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening, ondergebracht bij het Kifid) en de Commissie van Beroep inzake de Klachtencommissie DSI lijken doorgaans vrij soepel bij het toekennen van een vergoeding voor geleden verliezen en gederfde winst aan gedupeerde beleggers. Zie ook Van Luyn & Du Perron 2004, p. 273; Van Baalen 2006, p. 410–412. Mogelijk kan dit worden verklaard door de *contractuele* grondslag van de vorderingen tot schadevergoeding en de aard van de geschonden normen. De relatie tussen de uitgevende instelling en beleggers is – vooral op de secundaire markt – tamelijk indirect. Ik verdedig mede daarom voor schadeclaims op buitencontractuele grondslag bij misleiding door beursvennootschappen een meer begrensde omvang van de vergoedingsplicht, die aansluit bij de door de misleiding veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers.

schadevergoeding vorderen. Overigens is deze kwestie praktisch niet van belang als de kunstmatige inflatie in de koers wordt geschat op een constant bedrag.

Naar mijn oordeel wordt geen rechtens vergoedbare schade geleden op effecten die worden verkocht vóórdat de werkelijke toestand van de uitgevende instelling bekend wordt. De waardedaling ten opzichte van de aankoopprijs is het gevolg van inwerking van aan de misleiding externe factoren. Deze algemene beleggingsrisico's blijven voor rekening van de belegger.

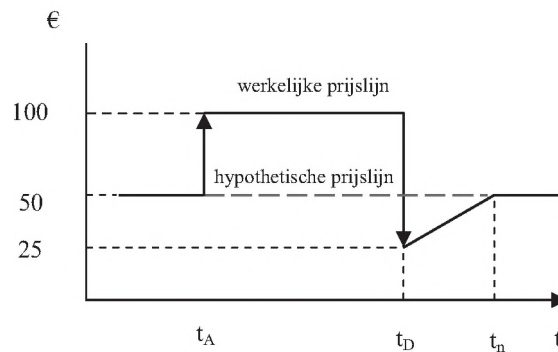
De eindconclusie is dat de schade die redelijkerwijs kan worden toegerekend de laagste is van (i) de schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding, zoals uiteengezet in § 4.4.1.i; (ii) de residuele koersdaling op het moment van *disclosure*, vermenigvuldigd met het aantal bij aankoop verkregen effecten (die nog worden gehouden op het moment van *disclosure*); (iii) de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop, vermenigvuldigd met het aantal bij aankoop verkregen effecten (die nog worden gehouden op het moment van *disclosure*).¹⁷³ Onzeker is echter of de Hoge Raad gelet op het arrest De Boer e.a./TMF de derde bovengrens toelaatbaar zal achten.

Indien bovengenoemde (drie) begrenzingsen worden aangelegd, kan worden geconstateerd dat de omvang van de vergoedingsplicht kleiner of gelijk is aan het geval waarin de belegger stelt dat hij de effecten tegen een lagere koers had gekocht (zie sub *d* hierboven). Indien mijn analyse door de rechter zou worden gevolgd, zou dit tot gevolg hebben dat beleggers er onverstandig aan doen om te stellen dat zij de transactie zonder de misleiding niet zouden hebben verricht. Deze stelling is moeilijker te bewijzen – behoudens bewijsvermoedens – dan de stelling dat zij tegen een lagere prijs zouden hebben gekocht, en bovendien is de omvang van de vergoedingsplicht in dat laatste geval gelijk of groter.

f. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade bij een overreactie; gevolgschade
Indien bekendwording van de misleiding een koersdaling tot gevolg heeft, blijkt in de praktijk vaak dat de koers zich vervolgens vrij snel herstelt van deze aanvankelijke koersdaling.¹⁷⁴ Er was met andere woorden kortstondig sprake van een paniekprijs na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Ik heb hieronder een voorbeeld weergegeven, waarin door een misleidende mededeling de koers opveert van € 50 naar € 100 (de kunstmatige inflatie in de koers is dus € 50):

173 In geval van meerdere aan- en verkopen in de periode van de misleiding zal een additionele veronderstelling nodig zijn over de wijze waarop verkochte effecten worden gerelateerd aan de eerdere aankopen, zie de noten in § 4.5.3.d.

174 Zie bijvoorbeeld het koersverloop van het aandeel Shell nadat deze vennootschap bekendmaakte dat bepaalde bewezen oliereserves moesten worden afgeboekt, waarover mijn bijdrage De Jong 2007b, p. 315.



In het voorbeeld ontstaat na bekendwording van de waarheid op moment t_D tijdelijk een paniekprijs van € 25, terwijl de ‘werkelijke’ waarde gelijk is aan € 50. Op moment t_n staat de koers weer op een normaal niveau. Een belangrijke vraag is of de schade, zoals begroot door het bedrag van de initiële residuele koersdaling (in casu € 75), volledig voor vergoeding in aanmerking komt op grond van art. 6:98 BW. In de Nederlandse rechtspraak is deze kwestie voor zover mij bekend nog niet aan de orde geweest.

Ik meen dat bij de schadebegroting kan worden gecorrigeerd voor latere koersstijgingen (in casu de stijging van € 25 tot € 50), voor zover aannemelijk is dat deze koersstijgingen niet te herleiden zijn tot van de misleiding onafhankelijke factoren. Het koersherstel is dan namelijk een indicatie dat de aanvankelijk opgetreden koersdaling te kwalificeren was als een overreactie. De residuele koersdaling was geen goede indicatie voor de kunstmatige inflatie in de koers op het moment van disclosure. Met behulp van het geobserveerde koersherstel zal getracht moeten worden te achterhalen wat de residuele koersdaling geweest zou zijn indien er geen paniekverkoop hadden plaatsgevonden, met andere woorden, wat werkelijk de kunstmatige inflatie was op het moment van disclosure (in casu is dat dus € 50). Het aldus bepaalde bedrag kan worden gebruikt voor de schadebegroting en –toerekening op de wijze als hierboven is besproken.

De correctie is relatief probleemloos indien de belegger zijn effecten heeft aangehouden tot het moment waarop de koers weer op een normaal niveau staat. Lastiger is de vraag hoe moet worden omgegaan met effecten die werden verkocht tegen een paniekprijs, dus in de periode dat de koers nog aan het herstellen was (in bovenstaand voorbeeld het tijdvak van t_D tot t_n). Ik zie opnieuw beide vormen van transactiecausaliteit.

Indien de belegger (stelt dat hij) de effecten zonder de onrechtmatige gedraging tegen een lagere marktprijs had kunnen kopen, is de schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding het bedrag dat bij aankoop te veel werd betaald (aangenomen dat de schade wordt begroot vanuit het *aantal* gekochte effecten). In bovenstaand voorbeeld is dat $(100 - 50 =) € 50$. In geval van verkoop tegen een paniekprijs, is sprake van aanvullende schade. Extra schade ontstaat doordat de verkoopprijs niet

overeenstemt met een 'normale' verkoopprijs. Dit vertoont analytisch verwantschap met schade door verkoop van effecten in geval van een misleidend pessimistische voorstelling van zaken (§ 4.4.2). In bovenstaand voorbeeld is – aangenomen dat de belegger verkoopt tegen een paniekprijs van € 25 – de extra schade ($50 - 25 =$) € 25.

Voor een belegger die (stelt dat hij) de effecten niet zou hebben gekocht zonder de onrechtmatige gedraging hangt de (feitelijke) schadeomvang af van het koersniveau na disclosure (zie § 4.4.1.g). Indien de koers door een overreactie neerwaarts doorschiet en de belegger tegen de paniekprijs verkoopt, kan worden gezegd dat de belegger 'extra' schade heeft geleden (gemeten ten opzichte van de aankoopprijs), die feitelijk het gevolg is van de misleiding. In bovenstaand voorbeeld is de totale schade gelijk aan ($100 - 25 =$) € 75, waarvan € 25 als 'extra' schade kan worden gekwalificeerd. Indien de belegger de effecten aanhoudt tot het moment waarop de koers is genormaliseerd, treedt deze 'extra' schade niet op.

Voor toerekening van de extra schade aan de schadeveroorzaker pleit dat het tot-stand-komen van een paniekprijs een redelijkerwijs voorzienbaar gevolg is van bekendwording van de werkelijke toestand van de uitgevende instelling, indien eerder een misleidende voorstelling van zaken werd gegeven. In zoverre zou betoogd kunnen worden dat het niet onredelijk is om de extra schade op de verkochte effecten toe te rekenen aan de schadeveroorzaker. Ik zou dus willen concluderen dat de (extra) geleden schade door verkoop tegen een paniekprijs in beginsel kan worden toegerekend aan de schadeveroorzaker. Ik ga hierna nog in op de vraag of het leerstuk van de eigen schuld onder omstandigheden zou moeten leiden tot beperking van de vergoedingsplicht ter zake van de extra schade (§ 4.6.2). Voorts kan worden opgemerkt dat hierna nog zal blijken dat in de Verenigde Staten *wettelijk* een beperking is aangebracht (§4.5.3.m). Dit is een grof middel, dat overigens wel rechtszekerheid verschaft.

Indien de waarheid bekend wordt, zal de residuele koersdaling niet alleen de marktwaarde van de nieuwe informatie zelf weerspiegelen, maar ook bijvoorbeeld de verwachte toekomstige kosten van juridische procedures.¹⁷⁵ Men zou kunnen spreken van gevolgschade. Het is de vraag of deze component van de koersdaling voor vergoeding in aanmerking komt. De kosten van een (toekomstige) juridische procedure zullen het vennootschapsvermogen verminderen. Een waardevermindering van aandelen die het gevolg is van een vermindering van het vermogen van de vennootschap moet worden aangemerkt als afgeleide schade. Volgens vaste rechtspraak komt afgeleide schade in beginsel niet voor vergoeding in aanmerking.¹⁷⁶ In deze lijn zou kunnen worden betoogd dat als het toekomstige effect op het vennootschapsvermogen reeds nu in de koers wordt verwerkt, de corresponderende waardedaling evenmin voor vergoeding in aanmerking komt. Het is overigens de

175 Ferrell & Saha 2007, p. 184–185; Alexander 1994, p. 1427, 1434.

176 Zie HR 2 december 1994, NJ 1995, 288 (Poot/ABP). Zie voor uitspraken nadien die deze lijn bevestigen het overzicht in Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2–II* 2009, nr. 210–216.

vraag of de component ‘gevolgschade’ met een voldoende mate van betrouwbaarheid kan worden gekwantificeerd (§ 5.2.3.d).

g. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade en een luchtbel

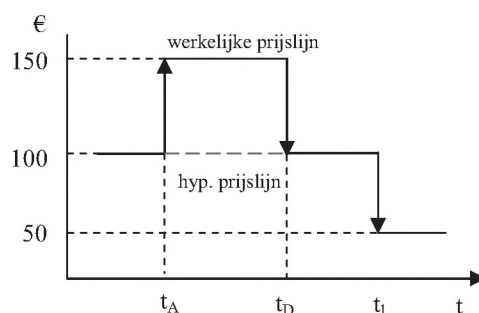
De vraag kan nog worden opgeworpen in welke mate toerekening van de schade redelijk is indien blijkt dat de markt fundamenteel inefficiënt was in de periode van de misleiding. Ik denk aan het geval waarin er sprake was van een luchtbel (anders gezegd: een ‘hype’) in de sector waartoe het desbetreffende effect behoort.

Verschuillende scenario’s zijn denkbaar. In de eerste plaats kan de luchtbel uiteenspatten *in* het tijdvak van de misleiding. Het uiteenspatten van de luchtbel kan daarnaast in de tijd samenvallen met een corrigerende mededeling van de vennootschap, anders gezegd met het einde van het tijdvak van de misleiding. Ten slotte kan de luchtbel uiteenspatten *nadat* de waarheid bekend is geworden.

Wat de toerekening betreft doen zich geen bijzondere problemen voor indien de luchtbel uiteenspat *in* het tijdvak van de misleiding, dus vóór het moment waarop de waarheid bekend wordt omtrent de misleiding. Dit kan tot gevolg hebben dat de kunstmatige inflatie in de koers afneemt, voordat de waarheid bekend wordt. De gehele onderneming wordt immers lager gewaardeerd, dus ook de achtergehouden informatie. Ik heb verdedigd dat de kunstmatige inflatie op het moment dat de waarheid bekend wordt een bovengrens vormt voor de omvang van de rechtens vergoedbare schade (§ 4.5.3.d-e). Zodoende wordt bij de toerekening het uiteenspatten van de luchtbel reeds voor rekening van de belegger gelaten.

In het tweede scenario waarin het uiteenspatten van de luchtbel samenvalt met een corrigerende mededeling geldt hetzelfde. De enige moeilijkheid is om het prijseffect van de bekendwording van de waarheid te isoleren van markt- en sectorontwikkelingen. Zie daarover hoofdstuk 5.

Interessant met het oog op de toerekening is vooral het derde scenario, waarin de luchtbel knapt *nadat* de waarheid bekend is geworden. Onder omstandigheden kan ik mij voorstellen dat het redelijk is om te veronderstellen dat de koers in de periode van de misleiding conceptueel kan worden onderscheiden in een constant percentage dat de fundamentele waarde weergeeft en een constant percentage dat daarbovenop de luchtbel weerspiegelt. Stel dat de koers vóór het tijdvak van de misleiding op € 100 stond, door de misleiding de koers naar € 150 beweegt, na bekendwording van de waarheid weer tot € 100 zakt, en vervolgens de luchtbel knapt waardoor de koers van alle ondernemingen in de desbetreffende sector met de helft daalt (de koers van de aangesproken onderneming zakt derhalve naar € 50). Ik heb dit hieronder weergegeven:



Indien nu kan worden aangenomen dat de kunstmatige inflatie van $(150 - 100 =) € 50$ in het tijdvak van de misleiding ook met 50% de luchtbel weerspiegelt, zou betoogd kunnen worden dat dit deel (€ 25) niet voor rekening van de schadeveroorzaker komt, ook al knapt de luchtbel pas nadat de werkelijke toestand van de vennootschap komt.

Naar mijn oordeel zal de rechter zeer terughoudend moeten zijn bij het aldus aanbrengen van een correctie. Het bepalen van een percentage is zeer speculatief en gebaseerd op wijsheid achteraf. Als uitgangspunt zal moeten gelden dat de markt gelijk heeft, en slechts in zeer sprekende gevallen lijkt een correctie bij de toerekening mij denkbaar. Deze correctie kan men ook zien als een toepassing van het leerstuk van de eigen schuld (art. 6:101 BW); zie hierna § 4.6.2.

h. Amerikaans recht; loss causation

Het Amerikaanse recht stelt *naast* het vereiste van *reliance/transaction causation* nog het vereiste van *loss causation*. Grofweg kan men zeggen dat deze eis inhoudt dat er daadwerkelijk *rechtens* *vergoedbare schade* is ingetreden.

Het concept werd in 1974 geïntroduceerd in de uitspraak *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*¹⁷⁷. De rechter definieerde *loss causation* als de eis dat de misleiding “*caused the economic harm*”, maar concludeerde dat zulk bewijs “*easily*” zou kunnen worden geleverd. De receptie van het begrip in de rechtspraak was gemengd; sommige rechters oordeelden dat het begrip ‘*ungainly*’, ‘*exotic*’, ‘*confusing*’, en zelfs ‘*unhappy*’ was.¹⁷⁸

In 1981 gaf de appelrechter in de zaak *Huddleston v. Herman & MacLean* een aanzienlijk strengere invulling aan het begrip. In deze zaak hadden beleggers uitsluitend aangetoond dat zij door de misleiding waren bewogen om effecten te kopen. De lagere rechter kende beleggers als schadevergoeding toe het verschil

¹⁷⁷ 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974).

¹⁷⁸ *Bastian v. Petren Res. Corp.*, 892 F.2d 680, 685 (7th Cir. 1990), waarin Posner *loss causation* omschrijft als een “*exotic name—perhaps an unhappy one*”); *LHLC Corp. v. Cluett, Peabody & Co.*, 842 F.2d 928, 931 (7th Cir. 1988), waarin Easterbrook de termen *loss causation* en *transaction causation* omschrijft als ‘*ungainly*’ en ‘*confusing*’).

tussen de aankoopprijs en de opbrengst die bij verkoop van de effecten werd verkregen. De appelrechter verwierp deze maatstaf, die zou neerkomen op *rescission*, d.i. het ongedaan maken van de transactie. Hij overwoog:¹⁷⁹

“The plaintiff must prove not only that, had he known the truth, he would not have acted [reliance, BdJ], *but in addition that the untruth was in some reasonably direct, or proximate, way responsible for his loss*. The causation requirement is satisfied in a Rule 10b-5 case only if the misrepresentation touches upon the reasons for the investment’s decline in value.”

Met deze eis wordt beoogd de potentieel te ruime aansprakelijkheid op grond van transaction causation te beperken.¹⁸⁰ Beleggers moeten aantonen dat de onwaarheid een voldoende nabij gelegen oorzaak was voor de waardedaling.

Richtgevende rechtspraak van de Supreme Court bij de uitleg van het begrip loss causation heeft lang ontbroken. Hierin kwam enige verandering met de hierna te bespreken uitspraak *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*¹⁸¹ uit 2005.

i. Amerikaans recht; Dura Pharmaceuticals v. Broudo

In *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* stelden aandeelhouders dat de vennootschap misleidende mededelingen had verspreid omtrent de verwachte goedkeuring van een medicijn tegen astma, waardoor zij hun aandelen tegen een kunstmatig hoge prijs hadden gekocht:

“In reliance on the integrity of the market, [the plaintiffs] ... paid artificially inflated prices for Dura securities” and the plaintiffs suffered “damage[s]” thereby.”

De appelrechter overwoog dat daarmee loss causation adequaat was aangevoerd:

“plaintiffs establish loss causation if they have shown that the price on the date of purchase was inflated because of the misrepresentation”.¹⁸²

Volgens de Supreme Court geldt echter normaal gesproken in *fraud-on-the-market*-zaken dat een kunstmatig hoge aankoopprijs “*will not itself constitute or proximately cause*” de relevante schade. Anders gezegd is loss causation niet bewezen als vaststaat dat de koers van het aandeel kunstmatig hoog was op het moment van de aankoop. Waarom is dit zo? De Supreme Court merkt onder meer op:

¹⁷⁹ 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981).

¹⁸⁰ *Arduini/Messina Partnership v. National Medical Financial Services Corp.*, 74 F.Supp.2d 352 (“The loss causation requirement is often analogized to the tort concept of proximate cause (...) The test for loss causation is thus whether the injury suffered was a “foreseeable consequence of the misrepresentation.”).

¹⁸¹ 544 U.S. 336 (2005).

¹⁸² 339 F.3d 933, 938 (9th Cir. 2003).

“For one thing, as a matter of pure logic, at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss; the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that *at that instant* possesses equivalent value. Moreover, the logical link between the inflated share purchase price and any later loss is not invariably strong. Shares are normally purchased with an eye toward a later sale. But if, say, the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss. If the purchaser sells later after the truth makes its way into the marketplace, an initially inflated purchase price *might* mean a later loss. But that is far from inevitably so. When the purchaser subsequently resells such shares, even at a lower price, that lower price may reflect, not the earlier misrepresentation, but changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions, or other events, which taken separately or together account for some or all of that lower price. (The same is true in respect to a claim that a share’s higher price is lower than it would otherwise have been—a claim we do not consider here.) Other things being equal, the longer the time between purchase and sale, the more likely that this is so, *i.e.*, the more likely that other factors caused the loss.”¹⁸³

Volgens de Supreme Court wordt er dus geen schade geleden op het moment van aankoop. Bovendien blijkt uit deze passage dat een belegger die in deze zaak een aandeel zowel tegen een kunstmatig hoge koers heeft gekocht als *verkocht*, geen schade heeft geleden op dit aandeel. Niet helemaal duidelijk is of de Supreme Court hierbij ook het geval onder ogen heeft gezien dat de marktwaaarde van de misleidende of achtergehouden informatie niet constant was.¹⁸⁴ Verder valt op dat de Supreme Court uitdrukkelijk het geval noemt dat de koers hoger ligt dan de aankoopprijs, maar lager dan zonder de misleiding het geval was geweest. Een oordeel over dit geval wordt echter niet gegeven, waarmee onzeker is of loss causation ook in die situatie kan worden aangetoond.¹⁸⁵ De Supreme Court heeft deze mogelijkheid in ieder geval niet uitgesloten.

De Supreme Court voert ook nog enkele andere argumenten aan waarom in deze zaak niet aan het vereiste van loss causation is voldaan. Een eerste is dat de beslissing van de appelrechter geen steun vindt in precedenten. Gegeven de wortels van de *securities fraud*-actie in de *common law*, is het volgens de Supreme Court verklaarbaar waarom andere appelrechters de benadering van de Ninth Circuit hebben afgewezen. De *Restatement of Torts* vermeldt dat:

“a person who “misrepresents the financial condition of a corporation in order to sell its stock” becomes liable to a relying purchaser “for the loss” the purchaser sustains “when the facts ... become generally known” and “as a result” share value “depreciate[s].”

183 Zie voor kritiek op de argumentatie van de Supreme Court onder meer Fox 2005b, p. 1567–1570.

184 Zo meent Fox 2005b, p. 1575 dat de Supreme Court hierover geen oordeel heeft gegeven. Anders: Lefler & Kleidon 2005, p. 294.

185 In de *oral arguments* valt te lezen dat over deze kwestie tijdens het pleidooi wel is gediscussieerd.

De Supreme Court voert ook nog aan dat de beslissing van de Ninth Circuit strijdig is met doel en strekking van het Amerikaanse effectenrecht. Het doel van het effectenrecht is niet om beleggers een brede dekking te bieden tegen beleggingsverliezen, maar slechts om hen te beschermen tegen economische verliezen die werkelijk door misleiding worden veroorzaakt.

Wanneer is er dan wel sprake van loss causation? Een aanknopingspunt daarvoor is te vinden in de volgende overweging van de Supreme Court:

“The complaint’s failure to claim that Dura’s share price fell significantly after the truth became known suggests that the plaintiffs considered the allegation of purchase price inflation alone sufficient.”

Uit deze overweging blijkt dat loss causation aangetoond kan worden indien de gekochte effecten significant in waarde zijn gedaald nadat de waarheid bekend werd. Niet geheel duidelijk is hoe het woord ‘*significantly*’ moet worden uitgelegd.

j. Amerikaans recht; ontwikkelingen na Dura Pharmaceuticals v. Broudo

In de literatuur wordt geconcludeerd dat uit de rechtspraak na de Dura-uitspraak blijkt dat die uitspraak weinig gevolgen heeft gehad voor de mogelijkheden van beleggers om over een aansprakelijkheidsclaim wegens securities fraud te procederen.¹⁸⁶ Veel lagere rechters citeren Dura vooral vanwege de daarin opgenomen elementen voor een claim ex s.10(b) en SEC-regel 10(b)-5.

De appelrechter legt de Dura-uitspraak in Glaser v. Enzo Biochem aldus uit dat het onrechtmatige handelen bekend moet worden om een direct effect op de waarde van de effecten te hebben¹⁸⁷:

“It is only after the fraudulent conduct is disclosed to the investing public, followed by a drop in value of the stock, that the ... investor has suffered a “loss” that is actionable after the Supreme Court’s decision in *Dura*. In other words, so long as the fraud is undisclosed, normal fluctuations in price attendant to any market may have a direct effect on the value of the investor’s portfolio, but cannot be said to be a “loss” that is actionable under the federal securities law (...).”

Dit oordeel impliceert mijns inziens dat naar Amerikaans recht geen rechtens vergoedbare schade wordt geleden op effecten die zijn verkocht vóórdat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend werd. Appelrechters hebben na de Dura-uitspraak overigens aangenomen dat ook aan het vereiste van loss causation is

¹⁸⁶ Kaufman, 26 Sec. Lit. Damages § 11A:12.

¹⁸⁷ Glaser v. Enzo Biochem, 464 F.3d 474 (4th Cir. 2006).

voldaan indien de waarheid geleidelijk uitlekt, in plaats van door één corrigerende mededeling.¹⁸⁸

Een lagere rechter heeft aangenomen dat het enkele feit dat een belegger al zijn effecten heeft verkocht voor het einde van de *class period* nog niet betekent dat loss causation ontbreekt.¹⁸⁹ De Dura-uitspraak vereist geen *volledige* disclosure; de eiser had in casu verkocht na een partiële disclosure door de aangesproken partij. Loss causation kan dus ook worden aangetoond door te wijzen op een partiële corrigerende mededeling gedurende de periode van de misleiding, waardoor de effecten in waarde zijn gedaald.

Een ander district court oordeelde dat Dura niet vereist dat de koersdaling als gevolg van het bekend-worden van de werkelijke toestand van de vennootschap *significant* is.¹⁹⁰ De overweging van de Supreme Court dat “the share price fell significantly” is volgens de district court slechts *dicta*:

“[T]his language – that the drop in stock price be “significant” – is dicta for two reasons. First, the Supreme Court did not hold that a securities plaintiff fails to plead loss causation, as a matter of law, by failing to allege that a defendant’s share price fell by some specified percentage. Second, this language was ultimately necessary to the Supreme Court’s holding because the Dura plaintiffs attempted to establish loss causation by simply alleging that they paid inflated amount for their shares. The Supreme Court did not address the issue of what drop in stock price is sufficient to establish loss causation.”

Een bepaalde mate van waardedaling is dus niet vereist, aldus de lagere rechter. In hoofdstuk 5 kom ik terug op de vraag hoe over deze primair bewijsrechtelijke kwestie naar Nederlands recht moet worden geoordeeld.

In post-Dura-rechtspraak is bij de uitleg van het vereiste van loss causation ook wel teruggegrepen op uitspraken die aan Dura vooraf gingen, om aan te geven dat het vereiste (onder meer) inhoudt dat het verlies voorzienbaar moet zijn. Zo werd door de appelrechter in *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.* overwogen:¹⁹¹

“A showing of loss causation requires a plaintiff to demonstrate that (1) a misstatement or omission concealed something from the market that, when disclosed, negatively

188 Zie bijv. *In re Williams Sec. Litig. - WCG Subclass*, 558 F.3d 1130 (10th Cir. 2009) (“[Although loss causation] is easiest to show when a corrective disclosure reveals the fraud to the public and the price subsequently drops, [a] leakage theory that posits a gradual exposure of the fraud rather than a full and immediate disclosure [is permissible under Dura]”)

189 *Weiss v. Friedman, Billings, Ramsey Group, Inc.*, 2006 WL 197036.

190 *Marsden v. Select Medical Corp.*, No. WL 518556 (E.D. Pa. 2007).

191 *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005), bijvoorbeeld aangehaald in *Lattanzio v. Deloitte & Touche LLP*, 476 F.3d 147, 150 (2d Cir. 2007), alsmede in *In re Moody’s Corp. Securities Litigation*, 2009 WL 435323, (S.D.N.Y. 2009).

affected the value of the security, and (2) that the loss was a foreseeable consequence of the misrepresentation or omission.”

In de zaak *In Re Cigna Corp Securities Litigation* werd de vraag aan de orde gesteld of in de *Dura*-uitspraak impliciet een bepaalde theorie of methode voor het begroten van de schade(omvang) wordt aangehangen. In deze zaak voerden de plaintiffs aan dat zij aandelen Cigna hadden gekocht voor en tijdens de class period, en grote hoeveelheden hadden verkocht terwijl de aandelenkoers aan het stijgen was. In totaal hebben de eisers meer gewonnen dan dat zij verloren. De district court overweegt:

“As such, there is nothing in *Dura Pharmaceuticals* that explicitly holds that (a) an investor who suffers damages from specifically identified transactions cannot recover losses from those transactions, or (b) that investor’s other trading in the company’s stock is relevant to a claim for damages based on the isolated transactions.”

Volgens de district court wordt in de *Dura*-uitspraak geen methode aangereikt om de *omvang* van de schade te meten.

k. Amerikaans recht; discussie in de literatuur

De uitleg die de Supreme Court geeft aan het begrip loss causation wordt in de Amerikaanse literatuur door bepaalde auteurs onderschreven, en door andere bestreden. Hieronder zal ik de hoofdlijnen van de polemiek weergeven.

Een eerste discussiepunt is dat de uitleg die door het Ninth Circuit wordt gegeven ertoe zou leiden dat transaction causation en loss causation samenvallen, terwijl dit in het Amerikaanse recht twee afzonderlijke eisen zijn.¹⁹² Fox betoogt dat dit raamwerk niet moet worden toegepast op gevallen waarin de misleidende berichtgeving op een efficiënte secundaire markt doorwerkt in de beurskoers.¹⁹³ Deze concepten zijn ontwikkeld in zaken waarin beleggers konden aantonen dat zij door de aangesproken partij door misleiding waren bewogen (*induced*) om een transactie aan te gaan, terwijl later blijkt dat een verlies is geleden door deze transactie.¹⁹⁴ Alleen in een *face-to-face*-transactie of een *IPO* zullen beleggers volgens Fox waarschijnlijk in staat zijn om de hier bedoelde vorm van transaction causation aan te tonen. Voor beleggers op secundaire markten zal het misleidende feit vaak geen

¹⁹² Zie bijv. *Robbins v. Koger Props, Inc.* 116 F.3d 1441, 1447 (11th Cir. 1997).

¹⁹³ *Fox* 2005a; *Fox* 2005b, p. 1547–1551.

¹⁹⁴ In zulke zaken wordt aan het vereiste van transaction causation voldaan door aan te tonen dat de transactie niet was aangegaan zonder de misleidende voorstelling van zaken. Loss causation vereist vervolgens dat de belegger aantoont dat de effecten in waarde zijn gedaald, en dat de waardedaling rechtens in verband staat met de misleidendheid van de mededeling die de belegger tot de aankoop heeft bewogen. Deze traditionele uitleg van loss causation vervult hier de functie om de omvang van de aansprakelijkheid te beperken.

doorslaggevende factor zijn geweest voor de investeringsbeslissing.¹⁹⁵ Veelal zou het effect ook zonder de misleiding zijn gekocht.

Ten faveure van de uitleg van de Supreme Court wordt verder betoogd dat de eis van loss causation noodzakelijk is om te voorkomen dat een belegger meer dan zijn werkelijke schade vergoed krijgt (namelijk in het geval hij tevens effecten heeft verkocht tegen een kunstmatig hoge koers vóór *disclosure*). Volgens Fox is loss causation echter slechts één manier om dit te voorkomen. Het resultaat kan tevens worden bereikt door met latere voordelen (door verkoop tegen een kunstmatig hoge koers) rekening te houden bij de begroting van de schadeomvang.¹⁹⁶ De benadering van het Ninth Circuit hoeft dus niet tot gevolg te hebben dat de belegger meer dan zijn werkelijke schade vergoed krijgt.

Een ander argument dat wordt aangedragen voor de door de Supreme Court gegeven uitleg is dat de PSLRA via s.21(D)(b)(4) Securities Exchange Act vereist dat beleggers de traditionele vorm van loss causation aantonen. De zwakte van dit argument is echter volgens Fox dat niet duidelijk is wat “*the loss*” is ten aanzien waarvan het causaal verband moet worden aangetoond.¹⁹⁷ Indien dit wordt gedefinieerd als het te veel betaalde bedrag bij aankoop, is met het aantonen van kunstmatige inflatie op het moment van aankoop voldaan aan het vereiste van loss causation.

Ten slotte wordt als bezwaar aangevoerd dat de door het Ninth Circuit voorgestane liberale uitleg van loss causation zou leiden tot een groter aantal fraud-on-the-market-zaken, wat ongewenst is vanwege de hogere kosten die dit met zich brengt. Het gaat hierbij vooral om advocatenkosten, die uiteindelijk worden gedragen door beleggers zelf. In fraud-on-the-market-zaken staat tegenover een belegger die te veel betaalt ook altijd een belegger die een te hoge prijs ontvangt.¹⁹⁸ *Ex ante* heeft een belegger even grote kans om winnaar als verliezer te zijn.¹⁹⁹ Indien de uitgevende instelling wordt veroordeeld tot het betalen van schadevergoeding aan een ex-postverliezer, wordt de rekening uiteindelijk betaald door evenzeer onschuldige aandeelhouders op het moment van de rechtszaak.²⁰⁰ De rechtvaardiging voor inzet van het aansprakelijkheidsrecht in zulke zaken is hierdoor zwak. Hoewel Fox het met dit laatste niet oneens is, wijst hij op de preventieve functie van fraud-on-the-market-zaken die de efficiëntie kan bevorderen.²⁰¹ Hij gelooft niet dat de bestaande

195 Fox verwijst hierbij naar portfolio-beleggers en index-beleggers.

196 Fox 2005b, p. 1568.

197 Fox 2005a, p. 528.

198 Easterbrook & Fischel 1985, p. 639–640.

199 Easterbrook & Fischel 1985, p. 641.

200 Coffee 2006, p. 1534, 1556–1566; Fox 2009, p. 280–281.

201 Fox 2005a, p. 529–530. Een kleiner aantal gevallen van misleidende berichtgeving bevordert de zuiverheid van de beurskoersen. Dit heeft in de eerste plaats tot gevolg dat een efficiënte allocatie van middelen over nieuwe investeringsprojecten wordt bevorderd. Voorts zullen bestaande investeringsprojecten efficiënter worden uitgevoerd (door verschillende mechanismen die voorkomen dat managers hun eigen belangen stellen boven die van de aandeelhouders). Uitvoerder hierover Fox 1999, p. 1358–1369.

rechtsregels maatschappelijk optimaal zijn, maar de traditionele loss causation-regel lijkt geen goede remedie om deze suboptimaliteit te bestrijden. Het gevolg daarvan is namelijk dat op tamelijk arbitraire wijze vorderingen worden uitgesloten in het geval dat niet aan de misleiding gerelateerde factoren hebben geleid tot een stijging van de beurskoers boven het niveau van de aankoopprijs.

Hierboven bleek dat de Supreme Court van oordeel is dat op het moment van aankoop geen schade wordt geleden. Daarmee wordt de waarde van een aandeel gelijk gesteld aan de marktprijs, zelfs indien deze prijs onzuiver is. Deze terminologie is volgens Fox in strijd met de fundamentele bouwstenen van de moderne *corporate finance*-literatuur, waar de waarde van een aandeel wordt gedefinieerd als de contante waarde van de som van de verwachte uitkeringen op het aandeel. Bovendien wordt hiermee over het hoofd gezien dat het primaire doel van het effectenrecht erin bestaat economische efficiëntie te bevorderen, door het verschil tussen prijs en de onderliggende waarde zo klein mogelijk te maken. Voorts is deze opvatting moeilijk te rijmen met fraud-on-the-market-zaken in het geval van een misleidend pessimistische voorstelling van zaken, waardoor beleggers die hun effecten verkopen tegen een kunstmatig lage koers schade lijden. Het lijkt Fox onwaarschijnlijk dat de Supreme Court hier zou oordelen dat de kunstmatige lage prijs gelijk is aan de waarde van het aandeel dat de belegger verkocht (omdat de belegger onmiddellijk het aandeel had kunnen kopen voor deze lage prijs). Waarschijnlijk zou de Supreme Court hier wel hebben geoordeeld dat de schade is geleden op het moment van de verkoop, tenzij de belegger dezelfde effecten opnieuw kocht vóór bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Het gaat hier om spiegelbeeldige situaties, en er is geen duidelijke reden om ze verschillend te beoordelen. Ten slotte is de opvatting dat op het moment van aankoop geen schade wordt geleden moeilijk te rijmen met de manier waarop in het effectenrecht – ook door de Supreme Court zelf – de schade wordt begroot. De standaardmaatstaf in regel 10(b)-5 gevallen is de “*out of pocket*”-maatstaf, i.e. het bedrag dat de belegger extra betaalde op het moment van aankoop (zie hieronder sub *l*). Niet duidelijk is hoe dit de juiste maatstaf kan zijn indien de prijs gelijk is aan de waarde op het moment van aankoop.

Fox wijst erop dat de eis van loss causation mogelijk vooral kan worden gezien als een regel die betrekking heeft op het type *bewijs* dat toelaatbaar is om kunstmatige inflatie op het moment van aankoop aan te tonen, in plaats van als een causaliteitseis.²⁰² De wenselijkheid van zulk een regel is afhankelijk van de vraag of rechters in staat zijn om ook andere soorten bewijs van kunstmatige inflatie goed te beoordelen. Zie daarover nader hoofdstuk 5.

202 Fox 2005a, p. 530; Zie ook Fisch 2009, p. 845–846.

l. Amerikaans recht; schadebegrotingsmaatstaf

Het Amerikaanse recht is duidelijk over de vraag welke schadeomvang voor vergoeding in aanmerking komt indien de vordering wordt gebaseerd op s.11 of 12 van de Securities Act 1933. De wet regelt deze kwestie expliciet.

In geval van een misleidend registration statement komt ex s.11(e) Securities Act 1933 voor vergoeding in aanmerking het verschil tussen enerzijds de aankoopprijs (die niet hoger mag zijn dan de uitgiftekoers) en anderzijds de 'waarde' van het effect *op het moment dat de zaak aanhangig wordt gemaakt*. Indien de belegger echter zijn effect op het moment van het aanhangig maken van de zaak reeds had verkocht, is de vergoeding het verschil tussen het aankoopbedrag en de verkoopprijs. Voorts geldt dat indien de belegger zijn effect(en) verkoopt na het aanhangig maken van een rechtszaak, maar vóórdat de rechter uitspraak heeft gedaan, rekening wordt gehouden met *waardestijgingen* ten opzichte van de waarde op het moment dat de zaak aanhangig werd gemaakt. Vergoed wordt in zulk een geval slechts het verschil tussen de aankoopprijs en de – hogere – verkoopprijs. Indien de belegger zijn effecten is blijven houden, profiteert hij echter wel van de waardestijging. *Waardedalingen* na het aanhangig maken van de vorderingen komen niet voor vergoeding in aanmerking.

Door bovenstaande wetssystematiek wordt de belegger die op het moment van aanhangig maken van de vordering nog niet heeft verkocht geconfronteerd met een strategische beslissing: moet hij de effecten wel of niet verkopen? Als hij niet verkoopt, kan hij profiteren van een later optredende waardestijging, terwijl een latere koersdaling voor zijn eigen rekening komt. Als hij daarentegen besluit om te verkopen voorafgaand aan het vonnis, komt een tussentijds opgetreden waardestijging in mindering op zijn schadevergoeding. Anderzijds kan hij door te verkopen schade door een latere koersdaling voorkomen; hij krijgt het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs vergoed. Indien een belegger er zeker van wil zijn dat hij geen verlies lijdt, doet hij er dus verstandig aan om de effecten te verkopen.²⁰³

Wat is de 'waarde' van het effect op het moment van het aanhangig maken van de vordering? Op basis van de wettekst lijkt te moeten worden aangenomen dat de waarde niet noodzakelijkerwijs gelijk is aan de marktprijs.²⁰⁴ Dit neemt niet weg dat de rechter de marktprijs als uitgangspunt zal moeten nemen, en slechts in zeer bijzondere omstandigheden zou moeten afwijken van de marktprijs. Indien het effect niet langer wordt verhandeld, kan de marktprijs bijvoorbeeld niet langer worden gebruikt als maatstaf. Voorts is denkbaar dat de marktprijs sterk fluctueerde op de dag dat de vordering aanhangig werd gemaakt. De rechter zal moeten beoordelen of de waarde op dat moment het beste wordt weergegeven door de slotprijs, de gemiddelde prijs of een andere prijs op die dag. In een dubieuze

²⁰³ Loss & Seligman 2004, p. 1239.

²⁰⁴ Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.5[2][A].

uitspraak²⁰⁵ oordeelde een rechter dat de marktprijs opwaarts moest worden bijgesteld om te corrigeren voor paniekverkopen die de koers naar een kunstmatig laag niveau duwden. Volgens Hazen zou het echter beter zijn geweest om de aangesproken partij verantwoordelijk te houden voor de paniekverkopen die het gevolg waren van de misleidende voorstelling van zaken en de daarop volgende corrigerende mededeling.²⁰⁶

Op grond van s.12(2) Securities Act 1933 kan de gedupeerde belegger het aankoopbedrag (*consideration*)²⁰⁷ terugvorderen, verminderd met uitkeringen (*income*) die hij op het effect heeft ontvangen, onder aanbidding (*tender*) van de effecten. Indien hij de effecten niet langer houdt, kan hij schadevergoeding (*damages*) vorderen. In de uitspraak *Randall v. Loftgaarden* legt de Supreme Court dit aldus uit dat de belegger gerechtigd is tot het aankoopbedrag, verminderd met de verkoopprijs en de ontvangen uitkeringen.²⁰⁸

Volledigheidshalve vermeld ik dat zowel op grond van s.11(e) als s.12(2)(b) de gedaagde partij kan bewijzen dat de door de belegger gestelde waardedaling niet in causaal verband staat met de misleiding, maar veroorzaakt is door andere oorzaken. Verliezen door een algemene neergang van de markt komen bijvoorbeeld niet voor vergoeding in aanmerking. In ten minste één rechterlijke uitspraak is geoordeeld dat als de verweerder heeft aangetoond dat andere oorzaken hebben bijgedragen aan de koersdaling, het aan de gedupeerde beleggers is om loss causation aan te tonen, dat wil zeggen welk deel van de waardedaling het gevolg was van de misleiding.²⁰⁹

De wet voorziet in geval van vorderingen op grond van SEC-regel 10b-5 – anders dan in geval van vorderingen op grond van de Securities Act 1933 – niet in een schade(begrotings)maatstaf. Er bestaat geen algemeen geaccepteerde maatstaf. Om een citaat uit de rechtspraak aan te halen:²¹⁰

“Anyone researching the issue of Rule 10b-5 damages would immediately be confronted with the repeated observation that this is a confused area of the law where courts, forced to rely on their own wits, have crafted a myriad of approaches.”

De maatstaf voor het bepalen van de schadeomvang is volgens Hazen grotendeels afhankelijk van de wijze waarop de belegger zijn vordering inkleedt. Indien de belegger aanvoert dat hij zonder de misleidende voorstelling van zaken de transactie

205 *Beecher v. Able*, 435 F.Supp. 397 (S.D.N.Y. 1975).

206 Hazen, 2 Law Sec. Reg. § 7.5[2][A].

207 De wet spreekt over consideration in plaats van de aankoopprijs. Strikt genomen is consideration een ruimer begrip dan de aankoopprijs. In *Cade v. Murphy*, 113 F.2d 988 (C.C.A. 1st Cir. 1940) werd aangenomen dat de aankoopprijs onder consideration valt. Denkbaar is dat behalve geld ook andere goederen zijn betaald voor de effecten, maar gemakshalve veronderstel ik dat het uitsluitend gaat om de aankoopprijs.

208 *Randall v. Loftgaarden*, 478 U.S. 647 (1986).

209 *In re Fortune Systems Securities Litigation*, 680 F.Supp. 1360, 1369–70 (N.D.Cal. 1987).

210 *Koch v. Koch Industries, Inc.*, 6 F.Supp.2d 1192, 1204–1205 (D.Kan. 1998).

niet zou zijn aangegaan – *fraud in the inducement* – dan is volgens Hazen *rescission* de aangewezen maatstaf. Bij *rescission* wordt de belegger hersteld in de toestand van vóór de onrechtmatige daad; de belegger krijgt de aankoopprijs gerestitueerd tegen teruglevering van de effecten, of schadevergoeding indien hij de effecten reeds had verkocht.²¹¹ Deze maatstaf is echter niet geschikt indien de aangesproken partij niet de wederpartij is bij de transactie (als *broker* of *principal*).²¹² In de rechtspraak is *rescission* ook verworpen voor zover duidelijk is dat andere factoren tevens hebben bijgedragen aan de vermindering van de waarde van de effecten.²¹³ Indien de belegger stelt dat zijn schade toe te schrijven is aan de door de aangesproken partij veroorzaakte inflatie van de beurskoers dan is de “*out-of-pocket*” *measure* de aangewezen maatstaf. De appelrechters lijken eensgezind over de toepasselijkheid van deze maatstaf²¹⁴, die inhoudt dat een gedupeerde belegger gerechtigd is tot het verschil tussen de prijs die hij heeft betaald en de werkelijke waarde van het effect, gemeten op het moment van de transactie.²¹⁵ De maatstaf is ontleend aan het algemene onrechtmatigedaadsrecht en wordt door rechters geschikt geacht vanwege de analogie met de *tort of deceit*.²¹⁶

In het licht van de uitspraak *Dura Pharmaceuticals* en de rechtspraak nadien lijkt te moeten worden aangenomen dat de *out-of-pocket* maatstaf de *bovengrens* aangeeft van de rechtens vergoedbare schade. Indien de kunstmatige inflatie in de koers afneemt voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt,

211 Deze maatstaf kan slechts worden toegepast indien de belegger de effecten teruglevert aan de aangesproken partij of ze reeds heeft verkocht.

212 Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.12[2]. In de zaak *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 106 S.Ct. 3143, werd de maatstaf in het kader van aansprakelijkheid ex s.12(2) Securities Act 1933 aldus geformuleerd dat beleggers gerechtigd zijn “to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.” (...) “Thus, § 12(2) prescribes the remedy of rescission except where the plaintiff no longer owns the security. (...). Even in the latter situation, we may assume that a rescissory measure of damages will be employed; the plaintiff is entitled to a return of the consideration paid, reduced by the amount realized when he sold the security and by any “income received” on the security”.

213 Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.12[2], die verwijst naar *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir.1981), op andere gronden vernietigd door 459 U.S. 375 (1983); *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335 (9th Cir.1976).

214 Kaufman, 26A Sec. Lit. Damages § 14:60.

215 De Supreme Court heeft de out of pocket-maatstaf in de zaak *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S.*, 406 U.S. 128 (1972), waarin het ging om een belegger die effecten had *verkocht*, aldus omschreven: “the difference between the fair value of all that the [plaintiff] received and the fair value of what he would have received had there been no fraudulent conduct”. Geen enkele rechter heeft nadien echter geoordeeld dat deze maatstaf niet kan worden toegepast indien het gaat om belegger die op grond van een misleidende voorstelling van zaken effecten hebben gekocht. Zie Kaufman, 26A Sec. Lit. Damages § 13:2. Zie voorts *Gurary v. Winehouse*, 235 F.3d 792, 799 (2d Cir. 2000).

216 Kaufman, 26A Sec. Lit. Damages § 14:60. De out-of-pocket measure is de traditionele maatstaf voor schadevergoeding in geval van common law fraud. Zie *Restatement (Second) of Torts*, § 549(1)(a) met toelichting.

komt slechts de kleinere residuele koersdaling op het moment van disclosure voor vergoeding in aanmerking.

m. Amerikaans recht; corrigeren voor een overreactie

Hoe gaat men in de Verenigde Staten om met het feit dat er sprake kan zijn van een overreactie op het moment van de residuele koersdaling? In s.21(D)(e) van de Securities Exchange Act 1934 is sinds 1995 een bepaling in de wet opgenomen om te corrigeren voor dit effect (zie ook § 3.3.3.d). Op grond van s.21(D)(e) is de vergoeding per aandeel niet hoger dan het verschil tussen enerzijds de aankoopprijs en anderzijds de gemiddelde koers gedurende een periode van 90 dagen na bekendwording van de misleiding. Indien de belegger zijn effecten verkoopt voordat de periode van 90 dagen is verstreken, is de maximale schade per aandeel het verschil tussen enerzijds de aankoopprijs en anderzijds de gemiddelde prijs in de periode van het moment van bekendwording van de misleiding tot het moment dat de belegger zijn effecten verkocht. Met deze “*bounce back*”- of “*look back*”-periode wordt beoogd de rechtens vergoedbare schade meer in lijn te brengen met de werkelijke schade.

n. Vergelijkingen Nederlands en Amerikaans recht en conclusies

Bij vergelijking van het Nederlandse en Amerikaanse recht valt op dat het laatstgenoemde rechtstelsel een uitgewerkte regeling bevat voor de wijze waarop de schade moet worden begroot indien een actie wordt gebaseerd op de Securities Act 1933. De wijze van schadebegroting verschilt bovendien in geval van een misleidend registration statement (s.11) en een misleidend prospectus (s.12). Voor de uitleg van het huidige Nederlandse recht zijn deze regelingen minder van belang, omdat ik geen aanknopingspunt zie voor de Nederlandse rechter om de gedetailleerde Amerikaanse regels toe te passen zonder dat de wet hiervoor een grondslag biedt. Uitgangspunt in het Nederlandse recht is dat de *werkelijk* geleden schade wordt vergoed. Daarbij wordt de werkelijke toestand vergeleken met de toestand zoals deze zonder de onrechtmatige gedraging vermoedelijk zou zijn geworden. De methodiek die in de Securities Act 1933 is opgenomen veronderstelt impliciet dat beleggers zich in dezelfde positie bevinden, en dat hun schade dus op dezelfde wijze kan worden bepaald. Hoewel deze aanpak praktisch gezien zeker voordelen biedt, is hij analytisch minder juist.²¹⁷

De lijn die in de uitspraak *Dura Pharmaceuticals*²¹⁸ is ingezet ten aanzien van vorderingen op grond van SEC-regel 10b-5 lijkt mij ook voor het Nederlandse recht gewenst, hoewel er enkele onduidelijkheden blijven bestaan over de wijze waarop het arrest moet worden uitgelegd. Ik lees de uitspraak aldus dat bij het bepalen van de rechtens vergoedbare schade wordt aangeknoopt bij de koersreactie die het gevolg is van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap.

²¹⁷ In § 5.3.4.c zal ik nog ingaan op de vraag of een wettelijke maatstaf gewenst kan zijn bij prospectusaansprakelijkheid.

²¹⁸ 544 U.S. 336 (2005).

Anders gezegd wordt dus aansluiting gezocht bij de onzuiverheid in de beurskoers op het moment van disclosure. Koersdalingen die het gevolg zijn van aan de misleiding externe factoren komen niet voor vergoeding in aanmerking. In de rechtspraak na *Dura Pharmaceuticals* is terecht geoordeeld dat het niet uitmaakt door wie de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt gemaakt, of op welke wijze. Voor het Nederlandse recht geldt mijns inziens hetzelfde.

In het Amerikaanse recht bestaat nog onduidelijkheid over de vraag of beleggers ook schadevergoeding kunnen vorderen indien de koers na disclosure hoger is dan de aankoopprijs. De Supreme Court heeft zich nadrukkelijk onthouden van een oordeel over die kwestie. In het Nederlandse recht is deze vraag in de rechtspraak evenmin beantwoord. Eerder heb ik bij de analyse van de schade die *feitelijk* het gevolg is van de onrechtmatige gedraging betoogd dat er een relevant verschil is tussen de twee vormen van transactiecausaliteit. Indien een belegger aanvoert dat hij de effecten zonder de misleiding voor een lagere prijs had kunnen kopen, dan volgt uit de methode van vermogensvergelijking dat de schade is gelegen in de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop. De koersontwikkeling nadien (positief of negatief) doet dus niet ter zake. Ik meen dan ook dat deze beleggers rechtens vergoedbare schade lijden bij bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap, ook al is de koers na deze disclosure hoger dan de aankoopprijs. Indien de belegger echter aanvoert dat hij de effecten zonder de onrechtmatige gedraging niet zou hebben gekocht, dan geldt dat bij de schadebegroting moet worden gekeken naar de manier waarop de belegger het aankoopbedrag alternatief had aangewend. In het Nederlandse recht wordt de actuele vermogenstoestand namelijk vergeleken met de vermogenstoestand zoals die zonder de onrechtmatige gedraging *zou zijn geworden*, niet met de vermogenstoestand zoals die *was* (op het moment van investeren). Voor zover vast komt te staan dat de belegger niet zou hebben belegd, is de conclusie onontkoombaar dat – gegeven het uitgangspunt dat de werkelijk geleden schade wordt vergoed – zulk een belegger geen schade lijdt indien de koers na disclosure hoger is dan de aankoopprijs.²¹⁹

Ten aanzien van de toerekening in geval van een overreactie kent het Amerikaanse recht een *wettelijke* beperking, op grond waarvan de schade per effect niet groter kan zijn dan het verschil tussen de aankoopprijs en de gemiddelde koers over een bepaalde periode (indien de effecten nog worden gehouden: 90 dagen na disclosure, en indien de effecten voor het verstrijken van de 90-dagen periode zijn verkocht: het aantal dagen tussen disclosure en de datum van verkoop). Dit is een nogal rigoureuze bepaling, die mijns inziens (te) weinig recht doet aan het gegeven dat de koers ook kan herstellen door niet aan de misleiding gerelateerde oorzaken. Ik zou daarom menen dat de Nederlandse rechter, daartoe voorgelicht door partijen en zonodig door een deskundige, van geval tot geval moet bekijken in hoeverre het koersverloop na de datum waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend werd moet worden aangemerkt als herstel van een overreactie. Indien in het

219 Afgezien van de gederfde (spaar)rente die dan mogelijk was verkregen.

Nederlandse recht een wettelijke begrenzing zou worden aangebracht, lijkt een kortere periode van bijvoorbeeld 10–20 dagen na bekendwording van de waarheid voldoende om te corrigeren voor een overreactie.^{220,221}

4.5.4 Schadevaststelling en omvang toerekenbare schade bij verkoop na een misleidend negatieve voorstelling van zaken

a. Nederlands recht; schadevaststelling

Voor het bepalen van de omvang van de vergoedingsplicht is van belang welke peildatum beslissend is voor het vaststellen van de schade van de belegger. Ik zou menen dat het verdedigbaar is om – evenals in de spiegelbeeldige situatie van een misleidend positieve voorstelling van zaken (§ 4.5.3.a) – in beginsel het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap volledig bekend wordt te kiezen als de relevante peildatum.²²² De nuanceringsen die ik in de spiegelbeeldige situatie van een misleidend positieve voorstelling van zaken maakte op deze hoofdregel gelden hier eveneens.

Ook voor *short sellers* kan bovenstaande benadering naar mijn oordeel worden gevolgd. Indien de vennootschap een misleidend negatieve voorstelling van zaken geeft, lijdt de short seller schade op het moment dat hij short verkoopt tegen een kunstmatig lage koers (hij had een hogere prijs kunnen krijgen). Deze schade wordt definitief indien de *covering purchase* nog niet is verricht op het moment dat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt. Nadien kunnen de effecten immers alleen nog tegen de zuivere koers worden gekocht (zie § 4.4.2.d). Indien de *covering purchase* vóór bekendwording van de waarheid wordt verricht, ontstaat er alleen schade als de kunstmatige deflatie in de periode tussen de short sale en de *covering purchase* is afgenomen. De schade wordt dan al definitief op het moment van de *covering purchase*, in plaats van op het moment van het bekendworden van de werkelijke toestand van de vennootschap (zie § 4.4.2.d). Ik zie er geen bezwaar tegen om ook in dit laatste geval in beginsel het – latere – moment waarop de waarheid bekend wordt als peildatum voor de schadevaststelling te kiezen. De schadeomvang wijzigt in beginsel niet meer.

b. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade

Indien de schadeomvang vaststaat, moet worden gezien of de schade ook in redelijkheid in die omvang kan worden toegerekend aan de vennootschap. Bij de beantwoording van deze vraag komt evenals bij de spiegelbeeldige situatie van een

²²⁰ Vgl. s. 138(5) Ontario Securities Act, waarin een 10-dagen termijn wordt gehanteerd.

²²¹ Voor effecten die niet zijn verkocht zou men de vergoeding per effect kunnen begrenzen op het verschil tussen (i) de aankoopprijs en (ii) de gemiddelde koers gedurende deze periode. Voor effecten die wel zijn verkocht in die periode zou men de vergoeding per effect kunnen begrenzen op het verschil tussen (i) de aankoopprijs en (ii) de gemiddelde koers tussen het moment dat de waarheid bekend werd en het moment van verkoop.

²²² Dit zal dan ook het moment zijn waarop wettelijke rente gaat lopen, indien gevorderd per die datum.

misleidend positieve voorstelling van zaken weer bijzondere betekenis toe aan (i) de voorzienbaarheid van de schade en (ii) de aard en strekking van de geschonden norm, mede in verband met de aard van de schade. Ik zal hieronder eerst ingaan op de rechtspraak (§ 4.5.4.c), en vervolgens een eigen analyse geven, gebaseerd op de twee vormen van transactiecausaliteit (§ 4.5.4.d-e).

c. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade volgens de rechtspraak

Mij is slechts één uitspraak bekend waarin aan de orde komt of een belegger die heeft verkocht op basis van misleidend negatieve berichten aanspraak kan maken op schadevergoeding. Dit is het oude arrest *Ligterink/Van Oss e.a.*²²³, dat hierboven (§ 4.5.2.b) reeds werd besproken. Het gaat om een wat atypische zaak, omdat het niet de uitgevende instelling was die misleidend negatieve berichten verspreidde, maar derden.²²⁴ Eiser had, vertrouwend op de waarheid van de (onjuiste) beweringen van verweerders, zijn aandelen verkocht zodra hem zulks na kennisname van de berichtgeving mogelijk was. Hij verkeerde in de waan dat de aandelen van de NV binnen afzienbare tijd geheel waardeloos zouden worden. Door de artikelen van verweerders ontstond op de dag van de ‘onthullingen’ een zo groot aanbod van aandelen, dat de koers die op voorgaande beursdag nog op 130 noteerde, toen (op 1 september 1925) beneden de 110% viel. Eiser kon zijn aandelen slechts tegen een koers van 108% verkopen. Sindsdien ging het publiek langzamerhand inzien dat het de dupe was geworden van onware voorstellingen. De koers herstelde zich tot circa 128%. Volgens de belegger was deze koers, afgezien van sindsdien ingetreden conjunctuursinvloeden, een afspiegeling van de intrinsieke waarde *omstreeks 1 september 1925*. Eiser stelt op zijn verkochte aandelen een schade te hebben geleden van 20%, in totaal dus $(2 * 0,2 * 1000 =) f 400$.

De Hoge Raad oordeelt over de vraag of die schade van *f 400* in causaal verband staat met de onrechtmatige daad dat

“onder de door eischer gestelde omstandigheden de schade, geleden tengevolge van den verkoop van de aandeelen tijdens de tijdelijke daling van den beurskoers, het rechtstreeksch en onmiddellijk gevolg is van de handeling welke de tijdelijke daling van de koers in het leven riep, niet alleen dan wanneer de verkoop noodzakelijk was, maar tevens wanneer de verkoop, ofschoon vrijwillig geschied, het redelijkerwijze te verwachten gevolg was van de gepleegde handeling”

Het bedrag van *f 400* komt dus in beginsel voor vergoeding in aanmerking. Dit bedrag heeft de belegger onderbouwd aan de hand van het verschil tussen de

²²³ HR 3 februari 1927, NJ 1927, 636 m.nt. E.M. Meijers.

²²⁴ Eigenlijk gaat het hier dus om een geval van aansprakelijkheid wegens marktmanipulatie. Hoewel ik in dit onderzoek niet inga op schadevergoedingsacties van beleggers wegens marktmanipulatie, behandel ik deze zaak wel vanwege de relevante overwegingen van de Hoge Raad over het causaal verband en de schade.

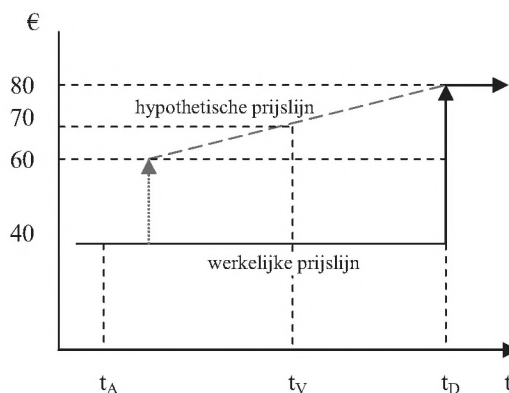
werkelijke verkoopprijs en de (hogere) hypothetische zuivere koers *op het moment van verkoop*. In deze zaak is echter aannemelijk dat de belegger zijn aandelen niet zou hebben verkocht zonder de negatieve berichtgeving. De feitelijke schade als gevolg van de misleiding is dan het verschil tussen de verkoopprijs en de koers op het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap (§ 4.4.2.c), in plaats van het verschil tussen de verkoopprijs en de zuivere koers op het moment van verkoop. In deze zaak werd de waarheid geleidelijk bekend. De koers herstelde zich tot een niveau van 128. Dit is dan de relevante koers om met de verkoopprijs te vergelijken (vgl. § 4.5.3.a over stapsgewijze bekendwording van de waarheid), om zodoende de schade te bepalen die in een csqn-verband staat met de misleiding. In casu resulteert dit kennelijk in hetzelfde nadeel als wanneer de schade per aandeel wordt bepaald op het verschil van de zuivere hypothetische koers en de werkelijke koers op het moment van verkoop. De rechsens vergoedbare schade is hier gelijk aan de feitelijk geleden schade als gevolg van de misleiding.

Het arrest biedt geen aanknopingspunten voor beantwoording van de vraag hoe met schade door conjunctuursinvloeden moet worden omgegaan.

d. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade indien verkoop tegen hogere marktprijs zou zijn verricht

Indien de schade wordt begroot uitgaande van het *aantal* verkochte effecten, is de feitelijke schade (per effect) gelijk aan de kunstmatige deflatie per effect op het moment van verkoop (§ 4.4.2.b). De kunstmatige deflatie in de koers is mijns inziens een redelijkerwijs voorzienbaar gevolg van de misleiding. Voor een belegger die (stelt dat hij) ook zonder de misleiding op hetzelfde moment zou hebben verkocht, geldt dat hij niet met de latere inwerking van externe factoren en algemeen beleggingsrisico te maken zou hebben gehad. In zoverre zou men kunnen betogen dat het redelijk is om het bedrag van de deflatie op het moment van verkoop voor vergoeding in aanmerking te laten komen, ook al zou de deflatie in de koers later afnemen (en de residuele koersstijging op het moment van disclosure dus kleiner zijn). Bij de toerekening komt ook betekenis toe aan de aard en strekking van de geschonden norm, mede in verband met de aard van de schade (zuivere vermogensschade). De onderliggende norm die geschonden wordt door het geven van een misleidende voorstelling van zaken, is dat beleggers tijdig, juist en volledig moeten worden geïnformeerd. Beleggers worden door deze norm niet beschermd tegen algemene beleggingsrisico's. Eerder betoogde ik daarom dat bij de toerekening zo veel mogelijk moet worden aangesloten bij de onzuiverheid in de beurskoers die door de misleidende voorstelling van zaken is ontstaan (§ 4.5.3.d-e). De kunstmatige deflatie op het moment van verkoop is in dit licht bezien redelijkerwijs toe te rekenen aan de schadeveroorzaker. Een begrenzing zou nog wel kunnen worden aangebracht door te kijken naar de omvang van de kunstmatige deflatie *voorafgaand aan het moment van verkoop*. De belegger aanvaardt namelijk door het houden van effecten beleggingsrisico. Voor zover de marktwaarde van de achtergehouden informatie geleidelijk is toegenomen *voorafgaand aan het moment van*

verkoop, kan men betogen dat de (schadelijke) gevolgen hiervan voor rekening van de belegger moeten blijven. Zie bijvoorbeeld onderstaande figuur.



Ik heb aangenomen dat de belegger zijn effecten heeft gekocht op moment t_A tegen de zuivere koers van € 40. Op het moment dat de uitgevende instelling het beleggende publiek begint te misleiden, is de kunstmatige deflatie gelijk aan $(60 - 40 =) € 20$. De belegger verkoopt uiteindelijk zijn effecten op moment t_V voor een prijs van € 40, terwijl zij zonder de misleiding € 70 zouden hebben opgebracht. De rechtens vergoedbare schade lijkt dus € 30 per effect te zijn. Hier kan men echter twifelen. Voor het spiegelbeeldige geval van een misleidend positieve voorstelling van zaken heb ik betoogd dat het verdwijnen van de kunstmatige inflatie uit de koers tussen het moment van aankoop en het moment van bekendwording van de waarheid voor rekening blijft van de belegger (§ 4.5.3.d). Mutatis mutandis kan men betogen dat bij een misleidend negatieve voorstelling van zaken een toename van de kunstmatige deflatie tussen het moment waarop de misleiding begint (c.q. het latere moment waarop de belegger het effect koopt) en het moment van verkoop voor rekening blijft van de belegger. In casu zou dit betekenen dat de rechtens vergoedbare schade per effect wordt begrensd op een bedrag van € 20.²²⁵ Een zodanige begrenzing lijkt mij niet juist indien de toename van de kunstmatige deflatie het gevolg is van het feit dat de achtergehouden informatie zelf is veranderd. Ik denk hierbij aan voortgaande fusiebesprekingen, waarbij steeds meer details over de fusie(voorwaarden) komen vast te staan.

Indien de schade wordt begroot uitgaande van het *verkoopbedrag*, is de feitelijke schade het bedrag dat nodig is om het (netto) aantal effecten dat zonder de misleiding niet was verkocht weer bij te kunnen kopen tegen de na bekendwording van de waarheid geldende koers (§ 4.4.2.b). Anders gezegd gaat het om de huidige waarde van dat aantal effecten. Een probleem in het kader van de redelijke

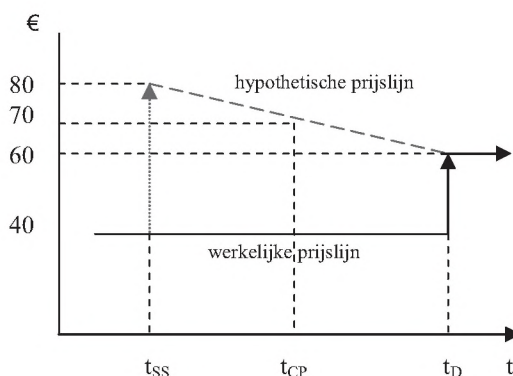
²²⁵ Het hierboven besproken arrest Ligterink/Van Oss e.a. (HR 3 februari 1927, NJ 1927, 636 m.nt. E.M. Meijers) biedt naar mijn oordeel ruimte voor een zodanige begrenzing.

toerekening bij deze schadebegrotingsmethode is dat het aldus bepaalde schadebedrag naar mijn mening (te veel) los komt te staan van de onzuiverheid in de beurskoers. De koers na *disclosure* is – ten opzichte van de verkoopprijs – namelijk zowel het gevolg van de residuele koersstijging als van externe factoren. Koersontwikkelingen door externe factoren mogen naar mijn oordeel evenwel niet ten nadele van de schadeveroorzaker komen. Ik denk daarom aan een begrenzing van de vergoeding per effect dat (netto) te veel is verkocht. Indien men in plaats van bij de koers direct na *disclosure* aansluiting zoekt bij de koers zoals deze zonder de onrechtmatige gedraging geweest zou zijn op het moment van verkoop, kan worden afgeleid dat het schadebedrag gelijk wordt aan het aantal *werkelijk* verkochte aandelen, vermenigvuldigd met de kunstmatige deflatie op het moment van verkoop.²²⁶ In dat geval is er geen verschil meer met de benadering die vertrok vanuit het *aantal* gekochte aandelen. De rechtens vergoedbare schade is dan gelijk aan het minimum van (i) het bedrag dat nodig is om het (netto) aantal effecten dat zonder de misleiding niet was verkocht weer bij te kunnen kopen tegen de koers direct na *disclosure*, (ii) het *werkelijk* aantal verkochte effecten, vermenigvuldigd met de kunstmatige deflatie op het moment van verkoop. Eventueel zou men ook hier een aanvullende begrenzing kunnen aanbrengen door te kijken naar de omvang van de kunstmatige inflatie voorafgaand aan het moment van verkoop.

Indien de schade aldus wordt toegerekend, is het verschil tussen beide benaderingen dat men uitgaande van het verkoopbedrag soms minder, maar nooit meer krijgt dan indien men uitgaat van het aantal verkochte effecten.

Nog een enkele opmerking over short sellers. Indien de vennootschap een misleidend negatieve voorstelling van zaken geeft, kan de short seller schade lijden als hij de short sale verricht tegen een kunstmatig lage koers (zie § 4.4.2.d). Men zou de vergoeding per effect hier nog kunnen begrenzen door de minimale kunstmatige deflatie tussen het moment van de short sale en de (latere) covering purchase. Ik licht dit toe aan de hand van het onderstaande voorbeeld.

²²⁶ Formule (13) in de hoofdstekst wordt dan namelijk niet $D = WP_{actueel} * (S/WP_V - S/HP_V)$, maar $D = HP_V * (S/WP_V - S/HP_V)$. Herschrijven van termen geeft $D = V * (HP_V - WP_V)$. Dit is precies gelijk aan formule (11).

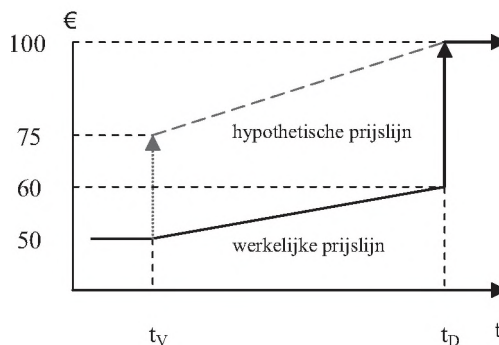


Op het moment van de short sale (t_{SS}), lijdt de short seller schade van $(80 - 40 =) € 40$ per effect. Hij krijgt immers minder voor de verkochte effecten dan zonder de misleiding. Vervolgens behaalt hij bij de covering purchase een voordeel van $(70 - 40 =) € 30$ per effect, aangezien de effecten goedkoper kunnen worden gekocht dan zonder de misleiding. Per saldo is het nadeel € 10 per effect. De vraag is nu of deze schade rechtens voor vergoeding in aanmerking komt. Indien de achtergehouden informatie hetzelfde is gebleven, is de afname van de kunstmatige deflatie in de koers in de hypothetische situatie het gevolg van interferentie met externe factoren. Anders dan een belegger die long verkoopt, aanvaardt een belegger die short verkoopt beleggingsrisico na het verkoopmoment. Hij hoopt immers tegen een gunstige koers de latere covering purchase te verrichten. Indien men van oordeel is dat algemeen beleggingsrisico voor rekening van de belegger blijft, valt er iets voor te zeggen dat de short seller in bovenstaand voorbeeld geen rechtens vergoedbare schade lijdt. De vergoeding per effect is ten hoogste € 30 – de minimale kunstmatige deflatie tussen short sale en covering purchase – en dit is hetzelfde bedrag als het op het moment van de covering purchase behaalde voordeel.

e. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade indien niet zou zijn verkocht

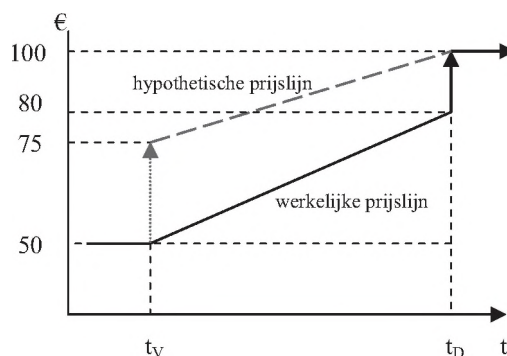
Voor de belegger die (stelt dat hij) de effecten niet zou hebben verkocht als hij op de hoogte was geweest van de werkelijke toestand van de vennootschap, is de schade het verschil tussen de verkoopprijs en de koers op het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap (§ 4.4.2). Het is echter de vraag in welke mate dit verschil voor vergoeding in aanmerking moet komen. Evenals in het geval dat er sprake was van een misleidend positieve voorstelling van zaken, lijkt het wenselijk en redelijk om de vergoedingsplicht te relateren aan de onzuiverheid van de beurskoers. Ik werk dat hieronder uit aan de hand van drie voorbeelden.

Het eerste voorbeeld betreft het scenario waarbij de kunstmatige deflatie in de koers van een aandeel toeneemt tussen het moment van verkoop en het moment dat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt:



Op het moment van verkoop is de kunstmatige deflatie gelijk aan € 25, terwijl op het moment van disclosure de onzuiverheid in de beurskoers is toegenomen tot € 40. Wat is hier de rechtens vergoedbare schade voor een belegger die de effecten zonder de misleiding niet zou hebben verkocht? Uit de methode van vermogensvergelijking volgt simpelweg dat de schade per aandeel gelijk is aan $(100 - 50 =) € 50$. Het lijkt echter niet redelijk om dit bedrag aan de schadeveroorzaker toe te rekenen. De koersontwikkeling van € 50 naar € 60 tussen t_v en t_D is het gevolg van exogene factoren. De belegger heeft ook geen aandelen meer bijgekocht in deze periode, hoewel de koers steeg. Ik vind het redelijk dat de bovengrens van de rechtens vergoedbare schade in dit geval daarom op $(100 - 60 =) € 40$ wordt gelegd. Dit is het bedrag van de koerssprong op t_D . Moet de rechtens vergoedbare schade nog verder worden beperkt, bijvoorbeeld tot het bedrag van de deflatie op het moment van verkoop (€ 25)? Dit is een lastige vraag. De toename van de deflatie in de koers is het gevolg van externe factoren die inwerken op de misleidende (achtergehouden) informatie. Op die grond zou betoogd kunnen worden dat het verschil tussen de deflatie op het moment van daadwerkelijke verkoop en het moment van disclosure niet voor vergoeding in aanmerking komt, aangezien de misleiding geen voldoende nabije oorzaak is. Ik zou het hier niet onredelijk vinden dat de schadevergoeding wordt beperkt tot een bedrag van € 25 per aandeel. De kunstmatige deflatie op het moment van verkoop vormt dan de bovengrens.

Het tweede voorbeeld is een geval waarin de kunstmatige deflatie in de koers afneemt (in plaats van toeneemt zoals in het eerste voorbeeld):



Uit de methode van vermogensvergelijking volgt weer dat de schade per aandeel gelijk is aan $(100 - 50 =) € 50$. Maar evenals zojuist lijkt het redelijk om de rechtens vergoedbare schade te beperken. In dit geval is het vooral de vraag of de vergoeding per aandeel gelijk zou moeten zijn aan $(75 - 50 =) € 25$, of $(100 - 80 =) € 20$. Ik zou menen dat het niet onredelijk is om de vergoeding hier te beperken tot € 20 per aandeel. De belegger heeft toegekeken hoe de koers door externe omstandigheden steeg van € 50 naar € 80 zonder te handelen. Overigens geldt deze redenering naar mijn oordeel niet in de hierboven behandelde zaak *Ligterink/Van Oss e.a.*²²⁷ (§ 4.5.4.c). In die zaak nam de kunstmatige deflatie in de koers geleidelijk af, maar dit was het gevolg van het geleidelijk bekend-worden van de waarheid, niet van inwerking van externe invloeden.

Ten slotte moet erop worden gewezen dat als de actuele koers na disclosure gelijk is aan of lager is dan de prijs waartegen de belegger verkocht, strikt genomen geen schade wordt geleden. Ook het verschil tussen de verkoopprijs en de actuele koers vormt dus een bovengrens.

Op basis van het voorgaande kan worden geconcludeerd dat voor een belegger die de effecten niet zou hebben verkocht, de rechtens vergoedbare schade per verkocht effect de laagste is van drie bedragen: (i) de kunstmatige deflatie op het moment van verkoop, (ii) de kunstmatige deflatie op het moment van disclosure, en (iii) het verschil tussen de actuele koers (na disclosure) en de daadwerkelijke verkoopprijs.

f. Nederlands recht; omvang toerekenbare schade en een overreactie

Hierboven ben ik voor het geval van een misleidend *positieve* voorstelling van zaken ingegaan op de mogelijkheid dat er na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap kortstondig een paniekprijs tot stand kan komen. Indien een misleidend *negatieve* voorstelling van zaken wordt gegeven, en vervolgens de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt waardoor een

²²⁷ HR 3 februari 1927, NJ 1927, 636 m.nt. E.M. Meijers.

residuele koersstijging optreedt, is een overreactie minder goed denkbaar. Indien bijvoorbeeld positieve koersgevoelige informatie te laat wordt gemeld, lijkt er geen grond voor extra euforie (of paniek) als de informatie alsnog openbaar wordt. In geval van te laat aangekondigde fusiebesprekingen, zal de prijs zich richten naar het verwachte bod. Voor zover er toch sprake kan zijn van een overreactie, zou deze inhouden dat kortstondig een euforische stemming heerst, waardoor de koers naar een hoog niveau schiet om daarna weer in te zakken. Hoe moet hierbij rekening worden gehouden bij het begroten van de rechtens vergoedbare schade? In de Nederlandse rechtspraak is deze kwestie voor zover mij bekend nog niet aan de orde geweest.

Een eventuele correctie is relatief eenvoudig indien beleggers na bekendwording van de waarheid geen effecten hebben bijgekocht tot het moment dat de koers weer op een 'normaal' niveau staat en de overreactie dus is geëindigd. In dat geval kan bij het modelleren van de kunstmatige deflatie in de koers rekening worden gehouden met de overreactie. Getracht zal moeten worden te achterhalen wat de residuele koersstijging geweest zou zijn indien er geen aankopen hadden plaatsgevonden op grond van euforie. De aldus bepaalde residuele koersstijging kan worden gebruikt voor de schadebegroting en -toerekening.

Lastiger is de vraag hoe moet worden omgegaan met effecten die werden teruggekocht tegen de overdreven hoge prijs, dus in de periode dat de koers nog aan het dalen was naar een 'normaal' niveau. Het is de vraag of het te veel betaalde bedrag (ten opzichte van de 'zuivere' beurskoers) voor vergoeding in aanmerking komt. Voor het spiegelbeeldige geval van een misleidend positieve voorstelling van zaken oordeelde ik dat de schade door verkoop tegen een paniekprijs kan worden toegerekend aan de schadeveroorzaker, behoudens correctie op grond van eigen schuld bij de belegger. Ik zou in beginsel hetzelfde willen oordelen in geval van schade door aankoop tegen een tijdelijke euforieprijs na bekendwording van de waarheid bij een eerdere misleidend negatieve voorstelling van zaken, hoewel een eigen-schuldverweer mij hier nog lastiger lijkt in te roepen.

g. Amerikaans recht; schadebegroting en -vaststelling

Het aantal zaken waarin de verkoper van effecten schade lijdt door een misleidend negatieve voorstelling van zaken, is geringer dan het aantal zaken waarin de koper schade lijdt door een misleidend positieve voorstelling van zaken. In de rechtspraak zijn enkele aanwijzingen te vinden voor de beantwoording van de vraag volgens welke maatstaf de (rechtens vergoedbare) schade moet worden begroot. In de zaak *Affiliated Ute Citizens of State of Utah v. United States*²²⁸, waarin het ging om de vermeende schending van SEC-regel 10b-5, overwoog de Supreme Court:

228 406 U.S. 128.

“In our view, the proper measure of damages under § 28 of the Act (...), is the difference between the fair value of all that the (...) seller received and the fair value of what he would have received had there been no fraudulent conduct (...) except for the situation where the defendant received more than the seller’s actual loss. In the latter case damages are the amount of the defendant’s profit.”

Section 28 van de Securities Exchange Act 1934 stelt dat niet meer dan de *werkelijk* geleden schade mag worden vergoed. De Supreme Court beschrijft twee methoden om de schade te begroten. In de eerste plaats het verschil tussen enerzijds de werkelijke waarde (*fair value*) van wat de verkoper feitelijk ontvangen heeft, en anderzijds de werkelijke waarde van wat de verkoper zou hebben ontvangen zonder het frauduleuze handelen. Indien de gedaagde koper echter meer heeft ontvangen dan het werkelijke verlies van de verkoper, geldt als alternatieve maatstaf de winst van de aangesproken partij.

Wat is de fair value van wat de verkoper zou hebben ontvangen zonder de misleiding? Op een open, liquide effectenmarkt zal de marktprijs in beginsel de fair value weergeven.²²⁹ In de *Affiliated Ute*-zaak hadden niet-deskundige eisers effecten verkocht tegen een prijs die onder de marktwaarde lag. De markt was in casu echter zeer dun, zodat de rechter volgens de Supreme Court niet gebonden was aan de marktprijs, maar op grond van alle omstandigheden van het geval een fair value mocht vaststellen.²³⁰

De betekenis van de *Affiliated Ute*-uitspraak is vooral gelegen in het feit dat de schademaatstaf is gebaseerd op de *materialiteit* van de omissies.²³¹ De oorzaak van de schade van eisers is niet zozeer gelegen in het feit dat zij hebben vertrouwd op het gedrag van de verweerders, maar dat zij verkocht hebben tegen een lagere prijs dan die zij hadden kunnen ontvangen zonder de misleiding. Materialiteit is gelijk te stellen met de schademaatstaf die door het hoogerechtshof wordt aangelegd. Bewijs van materialiteit van de omissie is daarmee tevens bewijs dat de aangesproken partijen schade hebben veroorzaakt. Volgens Kaufman kan worden gesteld dat de vraag naar aansprakelijkheid samenvalt met de vraag naar de schade (omvang).²³² Aansprakelijkheid en schade ontstaan indien er sprake is van een

229 *O’Mally v. Ames*, 197 F.2d 256 (8th Cir. 1952). In deze zaak werd geoordeeld dat fair market value gelijk is aan “the price at which property would change hands in a transaction between a willing buyer and a willing seller, neither being under compulsion to buy nor to sell and both being informed.” Indien er geen sprake is van traceerbare aan- en verkooptransacties of een open en liquide markt, moet de rechter rekening houden met alle omstandigheden bij de waardering van de onderneming, waaronder “corporate assets, corporate earnings, dividends, earning power of the corporation, prospects of the corporation, book value, bid and asked quotations, comparable sales, and any other factor which an informed purchaser or an informed seller would take into account.”

230 *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U.S.*, 406 U.S. 128 (1972).

231 Kaufman, 26A Sec. Lit. Damages § 13:7.

232 Kaufman, 26A Sec. Lit. Damages § 13:7.

omissie van een *materieel* feit op het moment van een verkoop van effecten. De omvang van de schade wordt bepaald door de materialiteit te kwantificeren.

De eerder besproken zaak *Basic v. Levinson*²³³ betreft een geval waarin beleggers in het aandeel *Basic* schadevergoeding vorderden omdat zij stelden effecten te hebben verkocht tegen een prijs die onder de werkelijke waarde lag. De gedaagden hadden beweerdelijk een kunstmatig negatieve voorstelling van de toestand van de vennootschap gegeven door te ontkennen dat fusiebesprekingen werden gevoerd. In deze zaak aanvaardde de Supreme Court de fraud-on-the-market-theorie voor het bewijs van reliance. Een oordeel over de wijze waarop de schade moet worden begroot werd echter niet gegeven.²³⁴ In zijn dissenting opinion concludeert rechter White dat de beslissing er praktisch gezien op neerkomt dat beleggers die niet meer kunnen aantonen dan dat zij hebben verkocht tegen een prijs die lager is dan de prijs die mogelijk geweest had kunnen zijn. Mogelijk kan hieruit worden afgeleid dat de schade dan gelijk is aan dit verschil tussen de verkoopprijs en de hypothetische hogere verkoopprijs.

Hierboven wees ik al op s.21(D)(e) van de Securities Exchange Act 1934 in het geval dat de uitgevende instelling een misleidend positieve voorstelling van zaken geeft. Deze bepaling is ook van toepassing op de verkoop van effecten nadat een misleidend negatieve voorstelling van zaken wordt gegeven. De vergoeding per aandeel mag niet hoger zijn dan het verschil tussen enerzijds de verkoopprijs en anderzijds de gemiddelde koers gedurende een periode van 90 dagen na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Indien de belegger opnieuw effecten koopt voordat de periode van 90 dagen is verstreken, is de maximale schade per aandeel het verschil tussen enerzijds de verkoopprijs en anderzijds de gemiddelde prijs in de periode van het moment van bekendwording van de misleiding tot het moment dat de belegger zijn effecten opnieuw kocht.

h. Vergelijkingen Nederlands en Amerikaans recht; conclusies

Vooropgesteld moet worden dat het door een schaarste aan rechterlijke uitspraken moeilijk is om een goede vergelijking te maken tussen het Nederlandse en Amerikaanse recht.

Uit de Amerikaanse rechtspraak lijkt te kunnen worden afgeleid dat de maatstaf voor de rechtens vergoedbare schade nauw samenhangt met de materialiteit van de misleidende voorstelling van zaken. De omvang van de (rechtens vergoedbare) schade wordt bepaald door de materialiteit te kwantificeren. Voor het Nederlandse recht heb ik eveneens betoogd dat bij de toerekening ex art. 6:98 BW aansluiting moet worden gezocht bij de onzuiverheid in de beurskoers. Dit is namelijk een redelijkerwijs voorzienbaar gevolg van het geven van een misleidend negatieve voorstelling van zaken.

²³³ 485 U.S. 224 (1988).

²³⁴ Zie uitdrukkelijk voetnoot 28 in de uitspraak *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 247 (1988).

In mijn analyse van het Nederlandse recht heb ik ook een onderscheid gemaakt tussen de twee vormen van transactiecausaliteit: de effecten zouden niet of niet tegen dezelfde voorwaarden (namelijk een hogere marktprijs) zijn verkocht. De methode van vermogensvergelijking leidt tot verschillende uitkomsten voor deze twee modaliteiten.

Indien de belegger (stelt dat hij) de effecten zou hebben verkocht tegen een hogere prijs, dan is de rechtens vergoedbare schade het bedrag dat op het moment van verkoop te weinig is verkregen. Dit sluit goed aan bij de benadering die door de Supreme Court werd gekozen in de uitspraak *Affiliated Ute*.²³⁵ Ik heb betoogd dat nog een aanvullende begrenzing kan worden aangebracht door te kijken naar de omvang van de kunstmatige deflatie voorafgaand aan het moment van verkoop. Deze begrenzing is in het Amerikaanse recht onbekend.

Indien de belegger (stelt dat hij) de effecten zonder de onrechtmatige gedraging niet zou hebben verkocht, is de rechtens vergoedbare schade minder eenvoudig te bepalen. In het Amerikaanse recht heb ik voor deze situatie geen afzonderlijke schademaatstaf aangetroffen. Men lijkt daar dezelfde maatstaf te hanteren voor beide vormen van transactiecausaliteit, te weten de gederfde verkoopwinst per effect. Voor het Nederlandse recht heb ik een aantal verschillende bovengrenzen onderscheiden voor de vergoeding per effect.

Evenals voor het spiegelbeeldige geval van een misleidend positieve voorstelling van zaken, kent het Amerikaanse recht een wettelijke beperking van de vergoeding per effect om te corrigeren voor een overreactie. De conclusie is opnieuw dat deze wettelijke bepaling nogal rigoreus is, en mijns inziens (te) weinig recht doet aan het gegeven dat de koers ook wordt beïnvloed door externe factoren.

4.6 Vermindering van de schadevergoeding

4.6.1 Inleiding

De omvang van de vergoedingsplicht kan worden verminderd op grond van voordeelsverrekening (art. 6:100 BW), eigen schuld (art. 6:101 BW) en het matingsrecht (art. 6:109 BW) (§ 2.5.4).

De toepassing van het leerstuk van de voordeelsverrekening op misleidingszaken is reeds aan de orde gekomen (§ 2.5.4.a). Een voordeel kan in geval van een te rooskleurige voorstelling van zaken onder meer worden behaald door verkopen tegen een kunstmatig hoge koers (§ 4.4.1.e-f) en in geval van een misleidend pessimistische voorstelling van zaken door aankopen tegen een kunstmatig lage

²³⁵ In die zaak werd als alternatieve schademaatstaf nog de winst van de aangesproken partij genoemd, voor het geval dat de gedaagde koper meer heeft ontvangen dan het werkelijke verlies van de verkoper. Deze maatstaf is echter in beginsel niet relevant bij schadeclaims van verkopende beleggers op de openbare effectenmarkt. Niet de koper wordt aangesproken, maar de uitgevende instelling, haar functionarissen, banken of adviseurs.

koers (§ 4.4.2). Ik heb betoogd dat deze voordelen voortvloeien uit dezelfde gebeurtenis als de schade, redelijkerwijs te voorzien zijn, en nauw samenhangen met het geleden nadeel op gekochte effecten, zodat verrekening wenselijk is.

Een benadeelde kan eigen schuld hebben aan enerzijds het *ontstaan* en anderzijds de *omvang* van de schade. Het gaat bij dit laatste om de op een benadeelde rustende schadebeperkingsplicht. De beide vormen van eigen schuld zullen hierna afzonderlijk aan de orde komen. Ik ga hieronder – anders dan hiervoor – niet in een afzonderlijke paragraaf in op het Amerikaanse recht. In het federale effectenrecht speelt het leerstuk van *contributory* of *comparative negligence* geen rol. Eventuele onzorgvuldigheid aan de zijde van de belegger wordt in de sleutel geplaatst van het causaal verband tussen de misleiding en beleggingbeslissing (*reliance*, § 4.5.2). Hier is vooral van belang dat een belegger die effecten heeft gekocht of verkocht zonder te vertrouwen op de integriteit van de markt(prijs) geen claim heeft onder SEC-regel 10b-5, al zou er sprake zijn van een csqn-verband. Voorts valt op te merken dat in het Amerikaanse recht met behulp van een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf een oplossing wordt geboden voor bepaalde problemen die naar Nederlands recht mede met behulp van het leerstuk van de eigen schuld zouden moeten worden beoordeeld, zoals extra schade door verkoop tegen een paniekprijs.

Na de analyse van het leerstuk van de eigen schuld ga ik in op het rechterlijke matigingsrecht (§ 4.6.4).

4.6.2 Eigen schuld aan het ontstaan van de schade

a. Afgaan/vertrouwen op de misleidende berichtgeving

Hierboven is bij de bespreking van de causaliteitseis al ingegaan op de vraag of een belegger direct of indirect moet hebben vertrouwd op de misleidende berichtgeving bij zijn beleggingsbeslissing (§ 4.5.2). De vraag kan ook worden opgeworpen in het kader van het leerstuk van de eigen schuld.

Als vaststaat dat de belegger *direct* (door eigen lezing) of *indirect* (via een tussenpersoon of berichten in de media) is²³⁶ afgegaan op een misleidende passage, speelt in het kader van de eigen schuld de vraag of deze belegger in redelijkheid *mocht* afgaan op die misleidende passage (zie ook § 4.6.2.b over deskundigheid en professionaliteit). Nadat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend is geworden, mag de belegger niet meer afgaan op het (inmiddels verouderde) misleidende informatiedocument. Men kan dan zeggen dat de schade²³⁷ volledig het gevolg is van een omstandigheid die aan de belegger kan worden toegerekend

236 Bij een zuivere omissie (bijv. niet-naleving van art. 5:25i Wft) gaat het om de situatie dat de belegger op de informatie af zou zijn gegaan.

237 Het kan hier niet meer gaan om schade die het gevolg is van onzuivere prijsvorming, omdat de waarheid inmiddels bekend is. Het gaat dus om schade doordat de belegger zonder de misleidende passages een beter rendement had behaald bij alternatieve aanwending van het aankoopbedrag (§ 4.4.1.i).

(100% eigen schuld).²³⁸ De indirectheid van het ‘afgaan op’ levert naar mijn oordeel overigens geen eigen schuld op. Als de belegger direct op de passage was afgegaan, zou dezelfde schade zijn geleden. De indirectheid is dus niet causaal voor het ontstaan van de schade.²³⁹

Denkbaar is voorts dat de belegger niet direct of indirect (via een tussenpersoon of berichten in de media) op de misleidende passages is afgegaan, terwijl er toch schade is geleden (als gevolg van de misleiding). Het gaat hierom het geval dat de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs zou zijn verricht. Twee gevallen laten zich hierbinnen nog onderscheiden. In de eerste plaats het geval waarin de belegger er bij de transactie op heeft vertrouwd dat de uitgevende instelling de markt tijdig, juist en volledig informeerde (met andere woorden: vertrouwde op de zuiverheid van de koers). Ten tweede het geval waarin de belegger wist of vermoedde dat de markt *niet* tijdig, juist en volledig werd geïnformeerd, maar toch de (nadelige) transactie verrichtte. Uit het recente World Online-arrest²⁴⁰ lijkt te kunnen worden afgeleid dat de Hoge Raad de vordering van de belegger in beide laatstgenoemde gevallen zal afwijzen wegens het ontbreken van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.²⁴¹ Het leerstuk van de eigen schuld speelt dan geen rol meer. Ik vind dit een ongelukkige ontwikkeling in het Nederlandse recht. Er moet meer ruimte zijn om (feitelijk en juridisch) causaal verband aan te nemen (zie § 4.5.2.g), met de mogelijkheid tot correctie op grond van het leerstuk van de eigen schuld. Ik zal dat hieronder uitwerken aan de hand van enkele voorbeelden.

De Supreme Court stelt in het kader van het vereiste van *reliance* de voorwaarde dat beleggers ten minste vertrouwen op de integriteit van de marktprijs bij hun beleggingsbeslissing, zo blijkt uit *Basic v. Levinson*²⁴². Hieraan is volgens de Supreme Court bijvoorbeeld niet voldaan indien een belegger geloofde dat de doelvennootschap die ontkende fusiebesprekingen te voeren wel degelijk in onderhandeling was over een fusie, en die daarmee ook geloofde dat de koers op een kunstmatig laag niveau stond toen hij zijn effecten verkocht op grond van andere – niet aan de fraude gerelateerde – overwegingen. In de *dissenting opinion* bij de uitspraak noemt rechter White nog enkele andere voorbeelden. Zo noemt hij een

238 Het heeft mijn voorkeur om hier te oordelen dat de aangesproken partij niet langer onrechtmatig handelt jegens beleggers die nadien transacties verrichten, dan wel dat het causale verband ontbreekt.

239 Zelfs als het dit wel was, kan worden opgemerkt dat de Hoge Raad in het World Online-arrest (HR 27 november 2009, LJN: BH2162) erkent dat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden. Beïnvloeding kan volgens de Hoge Raad ook indirect hebben plaatsgehad, doordat de belegger is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door de misleidende mededeling in het leven zijn geroepen. Hieruit zou kunnen worden opgemaakt dat de Hoge Raad deze feitelijke gang van zaken erkent, en niet kwalificeert als eigen schuld aan de zijde van de belegger.

240 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

241 Dit ondanks het feit dat de belegger het csqn-verband kan aantonen tussen het te veel betaalde bedrag bij aankoop c.q. het te lage bedrag bij verkoop.

242 *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

belegger die maanden voorafgaand aan het moment waarop beweerdelijk een misleidend voorstelling van zaken werd gegeven al het besluit had genomen om het aandeel te kopen. De Hoge Raad geeft in het World Online-arrest overigens een vergelijkbaar voorbeeld van een belegger die zijn beleggingsbeslissing had genomen voordat de misleidende mededeling openbaar werd gemaakt. White denkt ook aan een belegger die aandelen koopt of verkoopt om redenen die niet gerelateerd zijn aan de prijs van het aandeel, of aan een belegger die enkele dagen voorafgaand aan het moment waarop een misleidende voorstelling van zaken wordt gegeven het aandeel *short* verkoopt. In de rechtspraak na Basic hebben enkele rechters inderdaad geoordeeld dat short sellers niet kunnen profiteren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden van reliance, omdat zij niet zouden vertrouwen op de integriteit van de beurskoers.²⁴³ Maar in een andere – recentere – uitspraak is geoordeeld dat ook short sellers wel kunnen profiteren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden.²⁴⁴

Hoe moet worden geoordeeld over de hier genoemde gevallen? Eerst het voorbeeld dat door de Supreme Court zelf wordt gegeven: een belegger die verkoopt voor een prijs waarvan hij *gelooft* dat deze kunstmatig laag is, maar op grond van andere overwegingen tot de verkoop wordt bewogen. Op één lijn met het voorbeeld van de Supreme Court ligt mijns inziens het geval waarin een belegger effecten koopt, terwijl hij gelooft dat een te rooskleurige voorstelling van zaken wordt gegeven. Het kopen van deze effecten is rationeel zolang er geen alternatieve beleggingsobjecten zijn die een zelfde verwacht rendement opleveren, zelfs als wordt gecorrigeerd voor de eventuele verwachte koersreactie na bekendwording van de waarheid.²⁴⁵ Men zou in deze gevallen kunnen zeggen dat de belegger de te hoge aankoopprijs kennelijk op de koop toeneemt. In het denkschema van art. 6:101 BW kan bij de eerste fase van de primaire toerekeningsafweging worden bepaald in hoeverre de belegger aldus heeft bijgedragen aan het ontstaan van de later optredende schade. Vervolgens speelt de vraag of de billijkheidscorrectie moet worden toegepast. Zo zijn er in geval van schade door verkoop tegen een kunstmatig lage koers verschillende redenen denkbaar waarom een belegger de effecten heeft verkocht. Hij kan bijvoorbeeld onmiddellijk liquiditeit nodig hebben gehad om schulden te betalen. In zoverre kan het accepteren van de kunstmatig lage verkoopprijs

243 Zie bijv. *In re Polymedica Corp. Securities Litigation*, 224 F.R.D. 27, 44 (D.Mass. 2004) (“[s]hort sellers may not rely on the ‘fraud on the market’ presumption of reliance” since these investors “sell short because they believe that the market price is somehow mistaken.”).

244 *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F.Supp.2d 944 (N.D.Ill. 2007): “The fact that short sellers (...) may believe that there will be fluctuation in the price of a stock does not mean that they do not rely on the integrity of the information disseminated. (...). Thus, the court disagrees with defendants’ position that short sellers (...) must be excluded from the class because they can not rely on the fraud-on-the-market theory.”

245 Dunbar & Heller 2006, p. 501–507 voeren verschillende verklaringen aan waarom zulke rooskleurige verwachtingen over het rendement zouden kunnen bestaan, zowel voor rationele beleggers als beleggers met cognitieve beperkingen.

noodgedwongen zijn geweest. Dit zou mogelijk een argument zijn om een correctie aan te brengen op de primaire toerekeningsafweging. Bij aankopen in geval van een te rooskleurige voorstelling van zaken is dit minder goed denkbaar.

Hoe te denken over het voorbeeld van een belegger die maanden voorafgaand aan de misleidende voorstelling van zaken al had besloten een aandeel te kopen? Zulk een belegger zal een zo laag mogelijke prijs willen betalen voor het aandeel, en geen kunstmatig hoge prijs. Het enkele feit dat hij de aankoopbeslissing voorafgaand aan het moment van de misleiding had genomen, impliceert mijns inziens niet dat hij schade in de vorm van een kunstmatig hoge prijs vooraf accepteert of op de koop toeneemt. Integendeel, zulk een belegger zal bij die beslissing er juist vanuit gaan dat hij een zuivere prijs betaalt. In zoverre vind ik het voorbeeld van White en de Hoge Raad ongelukkig. Vergelijk hierna ook hetgeen ik opmerk over bestensor-ders (§ 4.6.2.c).

Hoe te denken over short sellers? Vertrouwen zij op de zuiverheid van de beurskoers? Ik merk in de eerste plaats op dat hierbij het onderscheid tussen fundamentele en informationele efficiëntie van de effectenmarkt in het oog moet worden gehouden (§ 4.4.2.d). Een aandeel kan over- of ondergewaardeerd zijn ten opzichte van de onderliggende fundamentele waarde van de onderneming, maar dit neemt niet weg dat de beurskoers nog steeds worden gezien als een efficiënte prijs, in die zin dat de prijs publiekelijk beschikbare informatie weerspiegelt (informationele efficiëntie). Een short seller gelooft doorgaans dat de markt zich op de lange termijn zal herstellen door de koers van het aandeel neerwaarts bij te stellen, waardoor hij winst kan behalen. Een short seller wil dus profiteren van *fundamentele* marktinefficiëntie, maar gelooft niet noodzakelijk dat de markt tevens *informationeel* inefficiënt is. Evenmin is aannemelijk dat een short seller per definitie gelooft dat de uitgevende instelling de markt niet tijdig, onjuist, of onvolledig informeert. Daarom is het enkele feit dat de belegger als een short seller moet worden gekwalificeerd naar mijn mening onvoldoende om eigen schuld aan het ontstaan van de schade aan te nemen.²⁴⁶

Voor zover in bovenstaande gevallen al moet worden geoordeeld dat er sprake is van eigen schuld aan de zijde van de belegger, dient te worden bedacht dat het bewijs door gedaagde moet worden geleverd (§ 2.5.4.b en § 5.4.4). In de praktijk is dit een vrijwel onmogelijke opgave. Illustratief is dat in het Amerikaanse recht geen enkele zaak bekend is waarin het gedaagde is gelukt om aan te tonen dat beleggers niet vertrouwden op de zuiverheid van de beurskoers.²⁴⁷

Een bijzonder geval dat nog afzonderlijke behandeling behoeft betreft aankopen op de *primaire* markt (en kort daarna, als er sprake is van een onvolkomen marktwerking). Naar mijn oordeel mag worden verondersteld dat ook beleggers op de primaire markt erop zullen vertrouwen dat de uitgevende instelling de markt

²⁴⁶ In de uitzonderlijke situatie dat de short seller op de hoogte was van de misleiding bij de covering purchase, is een eigen schuld-verweer mijns inziens wel mogelijk.

²⁴⁷ Afgezien van de enkele – mijns inziens onjuiste – oudere uitspraken over short sellers.

in het prospectus volledig en juist informeert. Moeilijk in te zien is immers waarom een belegger zou investeren in effecten indien hij gelooft dat de verstrekte informatie onjuist of onvolledig is.²⁴⁸ In zoverre lijkt het redelijk om te veronderstellen dat ook beleggers op de primaire markt erop vertrouwen dat de uitgiftekoers op een ‘zuiver’ niveau zal worden vastgesteld. Belangrijk is dat ik met een ‘zuiver’ prijsniveau niet doel op de fundamentele onderliggende waarde van het effect, maar (slechts) op een prijs die tot stand is gekomen op basis van juiste en volledige informatie. Indien het csqn-verband tussen de misleidende voorstelling van zaken en de geleden koersschade kan worden aangetoond, is het naar Nederlands recht aan de aangesproken partij om te betogen dat de belegger *niet* vertrouwdde op de zuiverheid van de beurskoers, in de door mij bedoelde zin.²⁴⁹

b. Deskundigheid en professionaliteit

Beleggers kunnen onderling sterk variëren in hun deskundigheid en professionaliteit. Zo zal een particuliere belegger niet over dezelfde deskundigheid beschikken als bijvoorbeeld analisten, broker-dealers en institutionele investeerders. Bij de beantwoording van de vraag of onrechtmatig is gehandeld jegens een belegger, zal worden uitgegaan van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger (de ‘maatman’). Dit komt omdat de kring van personen tot wie de openbaar gemaakte (of verzwegen) informatie gericht is of voor wie deze informatie bestemd is, niet slechts bestaat uit deskundige beleggers.²⁵⁰ De deskundigheid van de belegger kan dan wel invloed hebben op de omvang van de vergoedingsplicht via het leerstuk van de eigen schuld, voor zover de deskundigheid niet leidt tot het oordeel dat causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing ontbreekt. Het is immers denkbaar dat een mededeling die voor de maatman misleidend is voor een deskundige belegger niet misleidend is, althans niet misleidend had behoren te zijn. Voor zover er sprake is van eigen schuld aan het ontstaan van de schade, kan de schade worden verdeeld of geheel voor rekening van de belegger worden gelaten. De Hoge Raad overweegt bijvoorbeeld in het arrest *De Boer e.a./TMF*²⁵¹, waarin het ging om ervaren zakenmensen die op grond van een voor de maatman mogelijk misleidende brochure waren bewogen tot investering in een project (r.o. 4.6):

248 Slechts in geval van een hype zou denkbaar kunnen zijn dat een belegger niet zozeer geïnteresseerd is in informatie over de *fundamentals*, en meer kijkt naar het vermoedelijke (kudde)gedrag van andere beleggers waarop hij wil meelifen.

249 Dit is alleen mogelijk voor zover de belegger stelt dat hij de effecten tegen een lagere koers had kunnen kopen. Als de belegger immers aantoonde dat hij de effecten zonder de misleiding geheel niet zou hebben gekocht, staat in beginsel tevens vast dat hij vertrouwdde op de misleidende berichtgeving.

250 Vgl. HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong (*De Boer c.s./TMF*), r.o. 4.2.

251 HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong; *Ondernemingsrecht* 2008, p. 364–368 met commentaar A.C.W. Pijs en H.M. Vletter-van Dort (*De Boer c.s./TMF*).

“het hof [mocht] de omstandigheid dat De Boer c.s. ervaren zakenmensen zijn van belang achten voor zijn oordeel dat de door De Boer c.s. geleden schade mede een gevolg is van hun nalatigheid dat zij louter zijn afgegaan op de in de brochure opgenomen informatie zonder zich deugdelijk te informeren, hoewel voor hen bij goede lezing kenbaar moet zijn geweest dat met name de door TMF gegeven prognose niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar cijfermateriaal.”

Het is twijfelachtig of deskundigheid nog een rol speelt in het kader van de eigen schuld indien schadevergoeding wordt gevorderd gerelateerd aan een door de misleidende voorstelling veroorzaakte onzuivere beurskoers. Indien wordt aangetoond dat de koers was beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken, is duidelijk dat ook professionele, deskundige marktpartijen – die invloed hebben op de totstandkoming van de marktprijs – op de berichtgeving hebben vertrouwd bij hun beleggingsbeslissingen. Dit roept de vraag op of met behulp van deskundigheid de geleden schade wel te voorkomen was.

Voor zover deskundigheid desalniettemin van belang is, kan de belegger deze ontlenen aan zelf opgedane ervaring en kennis, maar eveneens aan informatie en adviezen verstrekt door een adviseur of degene aan wie de belegger een volmacht heeft gegeven.²⁵² Hierbij is van belang dat particuliere beleggers voor hun beleggingen gebruik maken van professionele tussenpersonen omdat zij in beginsel niet rechtstreeks kunnen deelnemen aan de handel in effecten. De particuliere belegger kan iemand zijn die zulk een partij (i) uitsluitend inschakelt ter uitvoering van zijn order (*execution only*), (ii) om advies vraagt (adviesrelatie) of (iii) opdracht geeft zijn beleggingsportefeuille overeenkomstig een afgesproken beleggingsprofiel en -strategie te beheren ('vrije hand'-vermogensbeheer).²⁵³ In de laatste twee gevallen zal de kennis en deskundigheid van de adviseurs of vermogensbeheerders aan de belegger kunnen worden toegerekend.

c. Eigen schuld door bestens orders?

Een bestensorder is een opdracht tot aan- of verkoop van effecten, waarbij geen koerslimiet is opgegeven. De vraag kan worden gesteld of een bestensorder ertoe kan leiden dat de belegger eigen schuld heeft aan de schade. Ik heb hierover geen rechtspraak of literatuur kunnen vinden, maar het lijkt mij dat een bestensorder niet aldus kan worden uitgelegd dat de belegger hiermee vooraf een kunstmatige hoge aankoopprijs of kunstmatig lage verkoopprijs accordeert. Uitgangspunt zal nog steeds zijn dat de belegger vertrouwt op de zuiverheid van de beurskoers in de hierboven bedoelde zin. Daarom meen ik dat het enkele feit dat een belegger een bestensorder plaatst geen eigen schuld oplevert.

²⁵² Vgl. 't Hart 2005, p. 130.

²⁵³ Grundmann-van de Krol 2005, p. 115.

d. Eigen schuld bij schade door verkoop tegen een paniekprijs?

Een belegger kan ‘extra’ schade lijden indien hij in geval van een te rooskleurige voorstelling van zaken na bekendwording van de waarheid effecten verkoopt tegen een paniekprijs. Ik heb geconcludeerd dat de (extra) geleden schade als gevolg van een paniekverkoop in beginsel kan worden toegerekend aan de aangesproken partij (§ 4.5.3.f). Kan het leerstuk van de eigen schuld onder omstandigheden leiden tot een beperking van de vergoedingsplicht? Het argument hiervoor zou kunnen zijn dat het een feit van algemene bekendheid is dat het bekend-worden van slecht nieuws voor koersuitslagen kan zorgen op de beurs. Een belegger die onmiddellijk verkoopt, moet er dus rekening mee houden dat hij mogelijk tegen een paniekprijs verkoopt. Hiertegenin kan worden gebracht dat het alleszins redelijk is dat de belegger ter voorkoming van een verdere daling van de waarde van zijn effectenportefeuille zich ontdoet van de effecten. In dit verband is relevant hetgeen het hof opmerkt in de Co op-zaak²⁵⁴ (r.o. 5.16):

“Met betrekking tot het door de Bank betwiste causaal verband tussen het beweerde misleidende karakter van de prospectussen en de door de Vereniging gestelde, daaruit voortgevloeide, schade verdient nog opmerking, dat onder de gegeven omstandigheden een belegger niet valt te verwijten, dat hij ter beperking van (verdere) schade zich van zijn obligaties heeft ontdaan, ook al zou achteraf blijken, dat een andere beslissing juist of beter zou zijn geweest.”

Ik lees deze overweging aldus dat volgens het hof de belegger onder de gegeven omstandigheden geen verwijt te maken is van de – achteraf blijkende – extra schade door verkoop tegen een paniekprijs. De door het hof gegeven uitleg sluit aan bij de werking van de markt. De reikwijdte van de uitspraak is niet geheel duidelijk. Het hof hanteert het voorbehoud ‘onder de gegeven omstandigheden’, maar uit de overweging blijkt niet aan welke omstandigheden het hof in het bijzonder dacht. Duidelijk was wel dat in de Co op-zaak nadat de waarheid bekend werd een koersreactie optrad, hetgeen voor beleggers aanleiding kon zijn voor een verkoopbeslissing. Dit lijkt mij één van de belangrijkste ‘omstandigheden’ waarop het hof zou kunnen doelen. De benadering van het hof lijkt mij verdedigbaar.

Ik merk nogmaals op dat in het Amerikaanse recht in de schademaatstaf een begrenzing wordt aangebracht in de mate waarin extra schade door paniekverkopen voor vergoeding in aanmerking komt (§ 4.5.3.m). Deze begrenzing is naar mijn oordeel evenwel een te grof middel.

Hoewel ik hier de extra schade door een paniekverkoop behandel bij de eventuele eigen schuld aan het *ontstaan* van de schade, kan de problematiek ook worden gezien als een vraag naar eventuele eigen schuld aan de *omvang* van de schade. Voor zover de schade wordt bepaald op basis van het verschil tussen de aankoopprijs en verkoopprijs, resulteert het neerwaarts doorschieten van de koers

254 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Co op).

immers in een vergroting van dit verschil. Een belegger die verkoopt tegen de paniekprijs, vergroot zijn schade ten opzichte van een belegger die met verkoop wacht tot de koers zich heeft hersteld van de overreactie.

e. Eigen schuld en een luchtbel

Bij de behandeling van de vraag welke schade redelijkerwijs aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend ben ik ingegaan op de situatie van een luchtbel (hype) in het tijdvak van de misleiding (§ 4.5.3.g).²⁵⁵ Het ging daarbij om het scenario dat de luchtbel uiteenspat *nadat* de waarheid bekend is geworden. Achteraf blijkt dan dat de koersen lange tijd op een te hoog niveau hebben gestaan, gezien vanuit de fundamentele sterkten en zwakten van de onderneming. Naar mijn oordeel is in beginsel verdedigbaar dat de aangesproken partij niet aansprakelijk is voor het gedeelte van de onzuiverheid in de beurskoers dat de luchtbel weerspiegelt. Dogmatisch kan een correctie worden aangebracht met behulp van het leerstuk van de redelijke toerekening (art. 6:98 BW), maar eveneens met behulp van art. 6:101 BW. Het luchtbel-deel is in het laatste geval “een omstandigheid die aan de benadeelde kan worden toegerekend” in de zin van art. 6:101 lid 1 BW. Het correctiepercentage zou gerelateerd kunnen worden aan de verhouding tussen het (gemiddelde) koersniveau vóór en na het uiteenspatten van de luchtbel.²⁵⁶ Deze verhouding is ook een indicatie voor de vraag welk deel van de onzuiverheid in de beurskoers de luchtbel weerspiegelt. Zoals ik reeds opmerkte in § 4.5.3.g is zulk een percentage echter tamelijk moeilijk objectief te construeren. Als uitgangspunt zal moeten gelden dat de markt gelijk heeft, en slechts in zeer sprekende gevallen lijkt een correctie mij denkbaar. Indien aldus een correctie wordt aangebracht, zie ik in beginsel geen grond voor een billijkheidscorrectie.

4.6.3 Schadebeperkingsplicht

Het leerstuk van de schadebeperking is mijns inziens vooral relevant voor zover effecten zijn aangekocht nadat een misleidend *positieve* voorstelling van de toestand van de uitgevende instelling is gegeven. Na bekendwording van de waarheid kunnen immers de effecten nog worden aangehouden terwijl de koers verder daalt, en het vermogen van de belegger dus verder afneemt.

Een voorvraag bij de bespreking van de schadebeperkingsplicht is welke peil-datum beslissend is voor het vaststellen van de omvang van de schade. Voor beide vormen van transactiecausaliteit – de beleggingstransactie zou zonder de misleidende voorstelling van zaken tegen een gunstigere marktprijs, dan wel in het geheel

255 Dit geval is te onderscheiden van de toerekening van extra schade door verkoop tegen een paniekprijs, waarover § 4.5.3.f en § 4.6.2.d.

256 Daarbij kan eventueel nog naar een benchmark van koersen van sectorgerelateerde ondernemingen worden gekeken.

niet zijn verricht – heb ik verdedigd dat het moment waarop de waarheid bekend wordt *in beginsel* de relevante peildatum is (zie § 4.4.5.c). Kort gezegd is het na dit moment even waarschijnlijk dat de koers daarna zal gaan stijgen als dalen. Het aanhouden of verkopen van effecten kan dus worden gezien als een nieuwe beleggingsbeslissing, waarvan de gevolgen voor eigen rekening moeten blijven. Indien men aldus de peildatum kiest, is de schadebeperkingsplicht niet langer relevant.

Indien moet worden aangenomen dat de peildatum voor de schadevaststelling op een later moment ligt dan het moment waarop de waarheid bekend wordt, dan kan een vermeerdering van de schade door het latere koersverloop op grond van de schadebeperkingsplicht voor rekening van de belegger worden gelaten.

De volle omvang van de waarheid kan stapsgewijs bekend worden. Dit compliceert de bovenstaande analyse. Ik denk bijvoorbeeld aan het geval waarin het bestuur van een vennootschap een boekhoudfraude ontdekt waarvan de exacte omvang nog niet bekend is en besluit om eerst in algemene bewoordingen de markt te informeren over de fraude.²⁵⁷ De onzekerheid over de omvang van de fraude zal worden weerspiegeld in de koers(daling). Latere persberichten over de fraude kunnen leiden tot een verdere koersdaling, indien de informatie in de berichtgeving nieuw is en aanleiding geeft tot een aanpassing van de verwachtingen over de gevolgen van de fraude. De koers kan echter eveneens stijgen als de omvang kleiner blijkt te zijn dan de markt aanvankelijk had verwacht. Hier kan niet worden volstaan met het bekijken van één datum voor het bepalen van de schadeomvang. Naar mijn oordeel zal nagegaan moeten worden in hoeverre de verschillende koersbewegingen naar aanleiding van de nieuwe naar buiten komende informatie iets zeggen over de omvang van de kunstmatige inflatie in de koers. De vraag dringt zich op of de belegger door het aanhouden van effecten speculeert op de werkelijke omvang van de fraude, zodat latere koersdalingen als gevolg van een groter dan verwachte omvang van de fraude geheel of gedeeltelijk voor zijn rekening moeten blijven.²⁵⁸ Hoewel voor een bevestigend antwoord op het eerste gezicht wellicht iets te zeggen valt, spreekt het daarmee bereikte resultaat mij toch niet aan. Voor zover duidelijk is dat verdere koersdalingen gebaseerd zijn op nieuwe informatie over de fraude, zie ik er geen bezwaar tegen om de extra schade voor vergoeding in aanmerking te laten komen, ook al konden beleggers in abstracto voorzien dat verdere koersdalingen zich mogelijk konden voordoen.²⁵⁹ Daar staat tegenover dat latere koersstijgingen de omvang van de vergoedingsplicht dan kunnen verkleinen, omdat zij iets zeggen over de werkelijke omvang van de kunstmatige inflatie in de koers. Zou men de schadebeperkingsplicht toepassen, dan roept dit de vraag op hoe met latere koersstijgingen rekening zou worden gehouden indien de omvang van de

257 Zie hierover De Jong 2007a, p. 239; het voorbeeld is ontleend aan Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 263.

258 Deze kwestie noemde ik in De Jong 2007a, p. 239. Zie later ook Pijls 2009b, p. 189.

259 Anders: Pijls 2009b, p. 189; Blom 1996, p. 158–159.

fraude mee blijkt te vallen. Ik vermoed dat deze door degenen die toepassing van de schadebeperkingsplicht bepleiten buiten beschouwing zouden worden gelaten bij het bepalen van de omvang van de vergoedingsplicht.²⁶⁰ Dit is echter onwenselijk omdat de koersstijgingen iets kunnen zeggen over de werkelijke omvang van de onzuiverheid in de beurskoers, en slechts de werkelijk geleden schade moet worden vergoed.

Voor de uitleg van de schadebeperkingsplicht op de openbare effectenmarkt kan nog inspiratie worden gezocht in de uitspraken van de Klachtencommissie DSI, waar het doorgaans gaat om het geval dat een beleggingsonderneming onrechtmatig heeft gehandeld jegens een belegger. De Klachtencommissie wijst geen schadevergoeding toe voor zover de schade optreedt na de dag waarop de belegger door de schadebeperkende maatregelen verdere schade had kunnen voorkomen.²⁶¹ Door de omvang van de schadevergoeding te fixeren op het moment dat de belegger had kunnen ingrijpen, komt het koersrisico weer bij de belegger te liggen. Verlies en winst zijn beide voor zijn rekening. Terecht merken Van Luyn & Du Perron op dat men zou kunnen stellen dat van schadebeperking in eigenlijke zin geen sprake is: omdat niemand weet wat de beurs gaat doen, kan de schade net zo goed worden vergroot als verkleind.²⁶² Dit sluit aan bij mijn standpunt dat als peildatum voor de schadevaststelling moet worden gekozen het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt. De benadering van de klachtencommissie DSI biedt evenwel niet direct aanknopingspunten voor de uitleg van de schadebeperkingsplicht in het geval van *stapsgewijze* bekendwording van de waarheid op de openbare effectenmarkt.

In de literatuur wordt nog een discussie gevoerd over de vraag of het achterwege laten van schadebeperkende maatregelen kan leiden tot een verval van het recht op schadevergoeding, ook over de periode voordat de belegger met de fout bekend werd. In hoger beroep werd in KCHB 30 juli 2002²⁶³ namelijk geoordeeld:

“Anders dan door X betoogd, strekt de schadevergoedingsplicht van Y zich in het onderhavige geval niet uit tot de schade die X heeft geleden terzake van de 500 aandelen VA Linux die hij heeft behouden. Met de Klachtencommissie is de Commissie van oordeel dat X die aandelen wilde behouden en er zelf voor heeft gekozen hen niet te verkopen. *Daardoor is het causale verband tussen de fout van Y en de schade van X in zoverre verbroken.*” [cursivering BdJ]

260 Indien men namelijk een verdere koersdaling voor rekening van de belegger laat en een koersstijging in minder komt op de schadevergoeding, krijgt de belegger altijd de koersontwikkeling tegen-
geworpen.

261 Zie bijv. KCD 4 mei 2001, nr. 119; KCD 23 april 2001, nr. 95; Klachtencommissie Beursbedrijf
17 september 1998, JOR 1999/255.

262 Van Luyn & Du Perron 2004, p. 282.

263 JOR 2002/165 m.nt. K. Frielink onder JOR 2002/166.

Het accepteren van de transactie kan volgens de KCHB dus tot gevolg hebben dat het causaal verband wordt verbroken tussen de fout en het eventuele verlies.²⁶⁴ Voor het onderhavige onderzoek zou ik echter willen aannemen dat het enkele feit dat de belegger na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap zijn effecten niet verkoopt, niet voldoende is voor verbreking van het causaal verband.

4.6.4 Matiging

De rechter kan een wettelijke verplichting tot schadevergoeding matigen, indien toekenning van volledige schadevergoeding in de gegeven omstandigheden tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen zou leiden (art. 6:109 lid 1 BW). Relevante omstandigheden zijn onder meer: (i) de aard van de aansprakelijkheid, (ii) de tussen partijen bestaande rechtsverhouding, (iii) hun beider draagkracht, (iv) de mate van schuld van de aansprakelijke persoon, (v) het moeten nemen van risico's in dienstverband en (vi) de aard en ernst van de schade (§ 2.5.4.c).

In misleidingszaken kan vooral de vraag worden gesteld of aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen zou leiden. Naar mijn oordeel kan dit inderdaad het geval zijn. In de eerste plaats valt daarbij te denken aan de beperkte draagkracht van de bestuurders en commissarissen. Misleidende berichtgeving zal resulteren in massaschade. Hoewel de claim van een individuele belegger de draagkracht van bestuurders en commissarissen veelal niet te boven zal gaan, zal dit anders worden indien vele beleggers procederen. Het totale schadebedrag kan in de miljoenen euro's lopen. Een vrijwaring of aansprakelijkheidsverzekering kan overigens wel tot gevolg hebben dat aansprakelijkheid niet tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen leidt. Matiging kan ook verdedigbaar zijn gelet op de mate van schuld. De aansprakelijkheid wegens misleidende berichtgeving op grond van art. 2:139/150 BW wordt in de literatuur aangemerkt als een quasi-risicoaansprakelijkheid.²⁶⁵ Bestuurders en commissarissen zullen zich in het algemeen niet gemakkelijk kunnen disculperen indien een misleidende voorstelling van zaken is gegeven in de relevante stukken (§ 2.4.3). Ten slotte kan worden opgemerkt dat de aard en ernst van de schade – koersschade – zich niet verzet tegen matiging. De matiging kan overigens niet geschieden tot een lager bedrag dan waarvoor de bestuurders en commissarissen hun aansprakelijkheid hebben gedekt (art. 6:109 lid 2 BW).

Ook voor andere partijen, zoals de *lead manager* en de accountant kan worden gedacht aan matiging van aansprakelijkheid. Het matigingsrecht is niet beperkt tot natuurlijke personen.²⁶⁶ Het aansprakelijkheidsrisico van de genoemde partijen is

264 Instemmend is Frielink, zie de noot van Frielink bij KCD 27 augustus 2002, JOR 2003/90 en zijn noot bij KCHB 30 juli 2002, JOR 2002/166. Kritisch is 't Hart in zijn noot bij Hof Amsterdam 5 december 2002, JOR 2003/116, alsmede 't Hart 2005, p. 132.

265 Kroeze 2006, p. 12.

266 Deurvorst, Losbl. Schadevergoeding, art. 109, aant. 23.

potentieel zeer groot, ook in verhouding tot de vergoeding die zij ontvangen voor het verlenen van hun diensten. De accountant zal verzekerd zijn tegen beroeps-aansprakelijkheid. Matiging zou dan denkbaar kunnen zijn voor zover de schade de dekking overschrijdt.²⁶⁷

Hoe te denken over matiging van aansprakelijkheid van de uitgevende instelling? Men zou gelet op de omstandigheid van de draagkracht kunnen denken aan het dreigende faillissement van de vennootschap indien schadevergoeding moet worden uitgekeerd. Hoewel de schadevergoeding die aan een individuele belegger zal moeten worden betaald geen bedreiging zal vormen voor de continuïteit, kan dit anders zijn ter zake van de totale schadevergoeding die aan alle gedupeerde beleggers zou moeten worden betaald. Bij dreigend faillissement dient met matiging echter bijzondere voorzichtigheid te worden betracht, aangezien zij niet ter ontlasting van de vennootschap zou dienen maar haar andere schuldeisers zou bevoordelen.²⁶⁸ Een ander denkbaar argument voor matiging is dat het uitkeren van schadevergoeding aan gedupeerde beleggers ten laste van de vennootschap ten nadele komt van onschuldige *huidige* beleggers in die vennootschap (vgl. § 6.5.5.b). Dit probleem is evenwel inherent aan het concept van de (rechtspersoonlijkheid bezittende) naamloze vennootschap. Huidige aandeelhouders worden door iedere veroordeling van de vennootschap tot betaling van schadevergoeding benadeeld, omdat het vennootschapsvermogen – en in het verlengde daarvan de waarde van de aandelen – daalt. Dit is op zichzelf geen reden voor matiging.

Men kan zich nog afvragen of een *limitering* van de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling, bestuurders en commissarissen, banken en accountant(s) wenselijk is (al dan niet via art. 6:110 BW). In Nederland is – evenals in de Verenigde Staten – de aansprakelijkheid wegens misleiding van beleggers potentieel onbegrensd. Het nadeel hiervan is dat de vrees voor aansprakelijkheid de aantrekkelijkheid van een beursnotering kan verminderen. Zeker indien aan uitgevende instellingen vergaande informatieverplichtingen worden opgelegd, zoals de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen, nemen de aansprakelijkheidsrisico's toe wanneer de processuele mogelijkheden om schade collectief af te wikkelen verbeteren. Dit pleit naar mijn oordeel voor (wettelijke) *limitering* van aansprakelijkheid, in ieder geval die van de uitgevende instelling. Daarnaast dient te worden bedacht dat het maatschappelijke verlies als gevolg van misleiding veel kleiner is dan de optelsom van de schade van de in een concreet geval gedupeerde beleggers. Tegenover elke belegger die verliest door aankoop tegen een kunstmatig hoge koers, staat namelijk een belegger die een voordeel behaalt door verkoop tegen een kunstmatig hoge koers, althans in geval van misleiding op de secundaire markt. Door te diversificeren kunnen beleggers ervoor zorgen dat *ex ante* de kans (ongeveer) even groot is dat zij winnen als verliezen (vgl. § 6.5.5.b). *Limitering* van aansprakelijkheid stuit zodoende niet op al

²⁶⁷ Zie over matiging van aansprakelijkheid voor de accountant tevens Nass 2008, p. 191.

²⁶⁸ Vgl. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6–II* 2009, nr. 182.

te grote bezwaren vanuit het oogpunt van beleggersbescherming. In Canada – waar evenals in Nederland een verplichting geldt om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken – zijn verschillende wettelijke begrenzingsen aangebracht in geval van misleiding op de secundaire markt.²⁶⁹ Met deze begrenzingsen beoogt de Canadese wetgever een juiste balans te vinden tussen de wens om beleggers te beschermen en de wens om een aantrekkelijke, actieve kapitaalmarkt in stand te houden. Ik zal in dit onderzoek niet uitwerken hoe een wettelijke limitering naar Nederlands recht moet worden vormgegeven. Toekomstig onderzoek zal hierop nader licht moeten werpen.

²⁶⁹ Zie s. 138.1 en s. 138.7 Ontario Securities Act. Voor de uitgevende instelling is de aansprakelijkheid begrensd op het maximum van (i) \$ 1 mln en (ii) 5% van de marktkapitalisatie van de uitgevende instelling. Hetzelfde geldt voor 'influential persons' die geen natuurlijke persoon zijn. Voor *directors* en *officers* gaat het om het maximum van (i) \$ 25.000 en (ii) 50% van het jaarlijkse inkomen. De limitering geldt voor *directors/officers* van de uitgevende instelling, een individuele 'influential person' en *directors/officers* van een 'influential person'. Voor *experts* is de begrenzing het maximum van (i) \$ 1 miljoen en (ii) de omzet die de uitgevende instelling de expert heeft opgeleverd in het jaar voorafgaand aan de dag dat de misleiding begon. De limitering is – behalve voor de uitgevende instelling – niet van toepassing indien de belegger kort gezegd kan bewijzen dat de aangesproken partij zich bewust was van de misleiding of niet-tijdige informatieverstrekking (s. 138.7(2) Ontario Securities Act).

Hoofdstuk 5

HET BEWIJS VAN KOERSGERELATEERDE SCHADE

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat het bewijs van ‘koersgerelateerde’ schade centraal. In hoofdstuk 4 is gebleken dat de omvang van de vergoedingsplicht nauw samenhangt met de door de misleidende voorstelling van zaken veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers. In de procedure zal moeten komen vast te staan of, in welke mate en hoe lang er sprake was van kunstmatige inflatie of deflatie in de koers van de effecten. Veelal zal gebruik moeten worden gemaakt van een deskundigenrapport. Daarom ga ik eerst in op de vraag hoe de onzuiverheid van de koers zo goed mogelijk kan worden geschat (§ 5.2).

De procespositie van de belegger komt aan de orde in § 5.3. Op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv dient een belegger die in rechte schadevergoeding vordert in beginsel het causaal verband (in de zin van csqn-verband) te bewijzen tussen de misleidende voorstelling van zaken en de gestelde schade, indien de gedaagde het gestelde causaal verband betwist. Ik zal tevens ingaan op de uitzonderingen op de hoofdregel. Voorts zal worden behandeld hoe de belegger de omvang van zijn schade kan onderbouwen.

De procespositie van de mogelijke gedaagden komt aan de orde in § 5.4. Ik zie drie verweermogelijkheden: (i) betwisting van het door de belegger aangevoerde csqn-verband en de omvang van de schade, (ii) aanvoeren dat de schade die in een csqn-verband staat met de onrechtmatige gedraging niet (volledig) aan de aangesproken partij kan worden toegerekend, en (iii) een beroep op vermindering van de vergoedingsplicht.

In de praktijk wensen beleggers veelal eerst een oordeel van de rechter over de vraag of er onrechtmatig jegens hen is gehandeld. Causaliteits- en schadebegrotingskwesties worden dan uitgesteld tot een schadestaatprocedure. Voor toewijzing van de vordering tot schadevergoeding nader op te maken bij staat is volgens vaste rechtspraak voldoende dat de mogelijkheid van schade aannemelijk is. In § 5.5 zal worden onderzocht wanneer de mogelijkheid van koersschade aannemelijk is.

5.2 Het bewijs van de onzuiverheid van de beurskoers

5.2.1 *De efficiëntie van de markt*

a. Inleiding

In § 4.4.2 ben ik ingegaan op de wijze waarop misleidende berichtgeving doorwerkt in de beurskoers en een onzuiver prijsniveau kan veroorzaken. Een onzuivere

beurskoers komt tot stand indien aan- en verkoopbeslissingen worden genomen (mede) op basis van de misleidende berichtgeving, en deze beslissingen de marktprijs beïnvloeden.

Indien beleggers in een aansprakelijkheidsprocedure willen aantonen dat de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken een onzuivere beurskoers heeft veroorzaakt, kan bewijsrechtelijk van belang zijn of de markt in de desbetreffende effecten in het relevante tijdvak werd gekenmerkt door mechanismen waardoor de berichtgeving doorwerkt in de beurskoers. In deze context wordt wel gesproken over ‘marktefficiëntie’. Daarbij heb ik een onderscheid gemaakt tussen informati-onele en fundamentele efficiëntie (§ 4.2.4). Informati-onele efficiëntie had betrekking op de *snelheid* waarmee nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt. De snelheid waarmee de marktprijs reageert op nieuwe informatie moest zo groot zijn dat het niet mogelijk is voor gewone beleggers om handelswinsten te maken op basis van die informatie. Fundamentele efficiëntie heeft betrekking op de vraag of de informatie ook *correct* in de koers is verwerkt.

Een onderzoek naar informati-onele markt(in)efficiëntie zou in het Nederlandse recht in de sleutel staan van de vraag of de beurskoers was beïnvloed door de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken. Ik heb erop gewezen dat informati-onele marktefficiëntie geen *noodzakelijke* voorwaarde, maar een *voldoende* voorwaarde is voor het ontstaan van een onzuivere beurskoers als gevolg van misleidende berichtgeving (§ 4.2.4). Dit betekent onder meer dat als informati-onele inefficiëntie niet kan worden aangetoond, dit nog niet wil zeggen dat de beurskoers niet was beïnvloed.

Fundamentele markt(in)efficiëntie kan een rol spelen bij het bewijs van de onzuiverheid in de beurskoers en redelijke toerekening van schade op grond van art. 6:98 BW. Indien de markt fundamenteel inefficiënt is, kan een geobserveerde residuele koersbeweging nadat de waarheid bekend wordt bijvoorbeeld mede of uitsluitend het gevolg zijn van het knappen van een luchtbel. Bovendien is het minder eenduidig hoe een koersbeweging op het moment dat de waarheid bekend wordt zich verhoudt tot de kunstmatige inflatie c.q. deflatie op een eerder moment. De kunstmatige inflatie c.q. deflatie op het eerdere moment waarop de transacties werden verricht zal voorts gedeeltelijk de luchtbel weerspiegelen. Dit laatste is van belang voor de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW (§ 4.5.3.g).

Nederlandse rechtspraak omtrent de vraag hoe kan worden onderzocht of en in hoeverre de markt efficiënt is, ontbreekt. In de literatuur is hieraan evenmin aandacht besteed. Ter inspiratie kan worden gekeken naar het Amerikaanse recht. In de Amerikaanse rechtspraak worden enkele gezichtspunten geformuleerd voor de beantwoording van de vraag of een markt in aandelen efficiënt is. Deze gezichtspunten zijn geformuleerd in verband met het feit dat beleggers om een omkering van de bewijslast te verkrijgen ter zake van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie onder meer dienen aan te tonen dat er sprake is van een efficiënte markt (§ 5.3.2.b). Eerst ga ik

in op de in de Amerikaanse rechtspraak veel gebruikte “Cammer”-factoren¹ voor het vaststellen van marktefficiëntie: (i) het gemiddelde handelsvolume van het desbetreffende aandeel; (ii) het aantal analisten dat het aandeel analyseert en daarover rapporteert; (iii) de aanwezigheid van “market makers” en arbitrageurs; en (iv) een oorzaak-gevolgrelatie die in de tijd waarneembaar is tussen onverwacht bedrijfsnieuws of financiële publicaties en een onmiddellijke reactie van de beurskoers.² Vervolgens worden nog enkele aanvullende factoren besproken die in rechterlijke uitspraken zijn genoemd.

b. Wekelijkse handelsvolumes

De eerste indicator voor een efficiënte markt is dat het gemiddelde handelsvolume per week groter is dan 1% van de uitstaande aandelen.³ In de Cammer-zaak wordt overwogen:

“Average weekly trading of two percent or more of the outstanding shares would justify a strong presumption that the market for the security is an efficient one; one percent would justify a substantial presumption.”

Een hoog wekelijks handelsvolume is een aanwijzing voor marktefficiëntie omdat het impliceert dat beleggers belangstelling hebben voor het effect, en dat er een zekere waarschijnlijkheid is dat zij handelen op basis van nieuw beschikbare of verspreide informatie over de uitgevende instelling.⁴

c. Het aantal analisten

Hoe groter het aantal analisten dat het aandeel van een beursvennootschap volgt en daarover rapporteert, hoe groter de kans dat marktpartijen zullen afgaan en vertrouwen op de berichtgeving. Indien het gaat om een groot aantal analisten, kan ervan uit worden gegaan dat berichtgeving die door de vennootschap wordt verspreid nauwlettend in de gaten wordt gehouden en wordt beoordeeld. Analisten

1 Cammer v. Bloom, 711 F.Supp. 1264 (D.N.J. 1989).

2 In Cammer v. Bloom wordt ook nog genoemd als gezichtspunt de bevoegdheid van de uitgevende instelling om een zogenaamde Form S-3 *registration statement* in te dienen bij de SEC. Dit is een verkort prospectus, en ziet op ondernemingen die een grote marktkapitalisatie hebben van meer dan \$ 75 mln en twaalf aaneengesloten maanden bij de SEC verslagen hebben ingediend. Zie 17 C.F.R. § 239.13. Voor het Nederlandse recht is dit gezichtspunt minder van belang.

3 Het handelsvolume op de Amsterdamse beurs was in de Shell-zaak (zie hierna § 6.4) in de relevante periode van de beweerdelijke misleiding gelijk aan 10,45 miljoen aandelen Royal Dutch Petroleum. Deze 10,45 miljoen weerspiegelt ongeveer vijf keer het gemiddelde aantal uitstaande aandelen op de beurs. Het gemiddelde wekelijkse handelsvolume als percentage van het aantal uitstaande en verhandelbare aandelen was meer dan 2,9% over de relevante periode. Dit hoge handelsvolume is een belangrijke aanwijzing dat de aandelen Royal Dutch Petroleum werden verhandeld op een efficiënte markt.

4 Zie Cammer v. Bloom, 711 F.Supp. 1264, 1286 (D.N.J. 1989).

zullen zich in hun aan- en verkoopadviezen aan cliënten ook baseren op deze informatie, waardoor zij doorwerkt in de beurskoers.⁵

d. Het aantal market makers en arbitrageurs

Een derde indicator voor marktefficiëntie is het aantal market makers en arbitrageurs.

Een market maker werpt zich op als tegenpartij voor marktpartijen die aandelen willen kopen of verkopen. Hij houdt de gekochte effecten doorgaans relatief korte tijd aan om een markt te creëren en liquiditeit⁶ in de markt te brengen. De prijs die de market maker wil betalen voor het verkrijgen van een financieel instrument wordt de *biedprijs* genoemd, de prijs die hij wil ontvangen voor het verkopen van een financieel instrument de *laatprijs*. Aangezien de market maker gecompenseerd wil worden voor zijn inspanningen en kosten om liquiditeit aan te bieden, zal de biedprijs lager zijn dan de laatprijs.⁷

Een arbitrageur is een professionele belegger die prijsverschillen in verschillende markten uitbuit door het kopen en verkopen van identieke effecten in die markten.

In de Cammer-uitspraak oordeelde de rechter dat market makers en arbitrageurs bijdragen aan de marktefficiëntie doordat zij snel reageren op bedrijfsnieuws en gerapporteerde financiële resultaten door effecten te kopen of verkopen en daarmee de koers naar een ander prijsniveau te bewegen.^{8,9}

e. Prijsreactie op onverwachte nieuwe informatie

De laatste en belangrijkste¹⁰ Cammer-factor voor het bestaan van een efficiënte markt is een oorzaak-gevolgrelatie die in de tijd waarneembaar is tussen onverwacht

5 In de Shell-zaak (zie hierna § 6.4) werden door analisten van diverse banken rapporten opgesteld over de aandelen Royal Dutch en Shell Transport gedurende de class period. In deze rapporten werd publiekelijk beschikbare informatie verder verspreid, vergezeld van een analyse en aanbevelingen van deze analisten aan beleggers. De deskundige in de Shell-zaak merkt op dat tussen de 10 en 51 analisten winstprognoses afgaven. De uitgebreide publiciteit rondom Royal Dutch en Shell Transport, ondersteunt de conclusie dat de aandelen werden verhandeld op een efficiënte markt gedurende de relevante periode.

6 De liquiditeit van de markt kan worden gedefinieerd als het gemiddeld aantal gevraagde en aangeboden financiële instrumenten. Zie Nelemans 2007, p. 49.

7 Een andere verklaring voor het bestaan van een bid-ask spread is dat market makers een buffer inbouwen vanwege het risico dat zij lopen dat zij handelen met geïnformeerden.

8 711 F.Supp. 1264, 1287 (D.N.J., 1989).

9 De deskundige in de Shell-zaak (§ 6.4) merkt ten aanzien van de Amerikaanse beurs op dat er geen market makers waren omdat de aandelen Shell werden verhandeld op de NYSE in plaats van de NASDAQ. De NYSE gebruikt specialisten om liquiditeit en prijsstabiliteit te verschaffen. In de Verenigde Staten is het gebruikelijk om aan te nemen dat er sprake is van een efficiënte markt ten aanzien van aandelen die verhandeld worden op de NYSE. Ook onderzoekt de deskundige nog in hoeverre de aandelen Shell werden gehouden door institutionele beleggers, omdat deze beleggers als arbitrageur kunnen optreden. De Cammer-factor wordt niet onderzocht voor de aandelen Shell die aan de Amsterdamse beurs werden verhandeld.

10 In re Xcelera.com Securities Litigation, 430 F.3d 503, 512 (1st Cir. 2005).

bedrijfsnieuws of financiële publicaties en een onmiddellijke reactie van de beurskoers. Indien zulk een relatie in de tijd kan worden aangetoond, is dit een van de meest overtuigende argumenten om aan te nemen dat er sprake is van een efficiënte markt.¹¹

Een historische oorzaak-gevolgrelatie kan worden aangetoond met behulp van een event-study waarin wordt geanalyseerd hoe de beurskoers van de uitgevende instelling in het verleden reageerde op bedrijfsspecifiek nieuws. Zie over event-studies § 5.2.3.

f Overige factoren

In aanvulling op de Cammer-factoren, hebben sommige rechters nog andere gezichtspunten geformuleerd.¹²

Een eerste is marktkapitalisatie. Een grotere marktkapitalisatie kan een indicator zijn voor marktefficiëntie omdat “*there is a greater incentive for stock purchasers to invest in more highly capitalized corporations*”¹³ en “[l]arge firm size and dollar trading volume tend to reflect the magnitude of economic incentive to eliminate mispricing.”¹⁴

Een volgende factor is de *bid-ask spread*. Een grote spread is indicatief voor een inefficiënte markt, omdat “*it suggests that the stock is too expensive to trade*”.¹⁵

Het percentage aandelen dat gehouden wordt door *insiders* is ook als gezichtspunt genoemd.¹⁶ Hoe lager dit percentage, hoe hoger het percentage dat wordt gehouden door beleggers die kopen en verkopen uitsluitend op basis van publiekelijk beschikbare informatie, en hoe groter de kans op marktefficiëntie.

Ten slotte is als gezichtspunt genoemd in hoeverre institutionele beleggers handelen in het desbetreffende effect. Hoe groter het aandeel in de handel van institutionele beleggers die worden geleid door professionals, hoe waarschijnlijker dat de markt efficiënt is.¹⁷

11 In de Shell-zaak blijkt dat op meer dan 200 dagen gedurende het tijdvak van de beweerdelijke misleiding significante koersbewegingen te identificeren zijn op de Amerikaanse beurs naar aanleiding van nieuwsfeiten over Shell. De deskundige onderzoekt ook de snelheid waarmee de nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt, door te toetsen of er een abnormaal aandelenrendement kan worden waargenomen naar aanleiding van belangrijke nieuwsfeiten. Het blijkt dat belangrijk nieuws in ongeveer twee dagen is verwerkt in de koers.

12 Zie *Unger v. Amedisys Inc.*, 401 F.3d 316, 324 (5th Cir. 2005).

13 *Krogman v. Sterritt*, 202 F.R.D. 467, 478 (N.D. Tex. 2001).

14 *O’Neil v. Appel*, 165 F.R.D. 479, 503 (W.D.Mich. 1996).

15 *Krogman v. Sterritt*, 202 F.R.D. 467, 478 (N.D. Tex. 2001). In de Shell-zaak constateert de deskundige dat de gemiddelde bid-ask spread voor de aandelen Shell die in New York werden verhandeld gelijk was aan 0,15% (Royal Dutch) en 0,24% (Shell Transport). Dit zou geen significante belemmering vormen voor arbitrage-activiteiten. De deskundige gaat niet in op de situatie voor de aandelen Shell die werden verhandeld aan de Amsterdamse beurs.

16 *Krogman v. Sterritt*, 202 F.R.D. 467, 478 (N.D. Tex. 2001).

17 Zie Fisher 2005, p. 862.

g. Beperkingen in de mogelijkheid tot short selling?

Dunbar & Heller betogen dat de Cammer-factoren niet adequaat zijn om markt-inefficiëntie in de vorm van een *bubble* te identificeren.¹⁸ Zij betogen dat een belangrijk obstakel voor marktefficiëntie gelegen kan zijn in een beperking om aandelen *short* te verkopen. Hierdoor kan de mening van optimistische beleggers namelijk disproportioneel vertegenwoordigd zijn in de geldende marktprijs en kan er sprake zijn van een substantiële onjuiste prijsvorming. Recent economisch onderzoek zou dit onderbouwen met behulp van verschillende proxies voor de mate waarin beleggers van mening verschillen, waaronder bijvoorbeeld de mate waarin voorspellingen van analisten van elkaar afwijken. Volgens Dunbar & Heller zouden ten minste bepaalde testen voor marktefficiëntie zich moeten richten op de beperkingen in de mogelijkheden voor short selling en de mate waarin meningen verschillen.

Ik merk op dat Dunbar & Heller veronderstellen dat de Supreme Court in *Basic v. Levinson* uitgaat van *fundamentele* marktefficiëntie als voorwaarde voor het *fraud-on-the-market*-vermoeden.¹⁹ Nadien is in de (lagere) rechtspraak evenwel geoordeeld dat slechts informationele efficiëntie is vereist, zoals hierboven bleek. Wel erkent de appelrechter in de *PolyMedica*-zaak dat bewijs omtrent de fundamentele waarde van het aandeel relevant kan zijn in die zin dat het vragen oproept over de informationele marktefficiëntie. Verweerders hadden bijvoorbeeld aangevoerd dat er beperkingen waren in de mogelijkheid tot *short selling*, waardoor er onbenutte winstmogelijkheden ontstonden. Dit zou blijken uit twee testen: een seriële correlatietest en een put-call pariteitstest. Een seriële correlatietest bepaalt of een belegger accurate voorspellingen kan doen over de toekomstige aandelenprijs door de historische prijzen te analyseren. Indien dit mogelijk is, bestaan er onbenutte winstmogelijkheden. Een put-call pariteitstest onderzoekt of er onbenutte winstmogelijkheden bestaan door vergelijking van de prijzen van put- en call-opties in het aandeel. De appelrechter sluit niet uit dat dit bewijs van belang is.²⁰

h. De samenhang tussen de verschillende factoren

Niet geheel duidelijk is welke combinatie van factoren de conclusie rechtvaardigt dat de markt (informationeel) efficiënt is. In de literatuur is opgemerkt dat rechters de genoemde gezichtspunten niet op een uniforme wijze kunnen toepassen, omdat er (i) geen algemeen aanvaard aantal of combinatie van gezichtspunten is die het aannemen van een efficiënte markt rechtvaardigt, en (ii) veel van de factoren (zoals het aantal analisten, market makers en marktkapitalisatie) een groot aantal waarden kunnen aannemen, zonder dat er een algemeen aanvaarde grenswaarde is om te bepalen of zulke factoren bijdragen aan de constatering dat de markt efficiënt is.²¹

¹⁸ Dunbar & Heller 2006, p. 517 e.v.

¹⁹ Dunbar & Heller 2006, p. 498.

²⁰ *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 18 nt. 21 (1st Cir. 2005).

²¹ Fisher 2005, p. 863.

Voor zover grenswaarden zijn geformuleerd, is de (empirische) grondslag daarvoor mager.²² Naar aanleiding van empirische studies wordt in enkele uitspraken het gewicht van het aantal market makers minder groot geacht.²³

Verscheidende uitspraken lijken te laten zien dat de rechter bereid is om marktefficiëntie aan te nemen indien aan alle Cammer-factoren is voldaan.²⁴ In de PolyMedica-zaak oordeelde de appelrechter echter dat de Cammer-factoren niet-limitatief zijn en dus geen checklist vormen.²⁵ De lagere rechter had volgens de Court of Appeals – ondanks het feit dat was voldaan aan alle Cammer-factoren – ten onrechte niet overwogen of de marktprijs “*fully reflects all publicly available information*”. De lagere rechter had een andere definitie van marktefficiëntie gehanteerd, waarbij voldoende was dat “*most*” (in plaats van “*all*”) informatie in de marktprijs wordt weerspiegeld. De appelrechter overweegt:

“[t]he district court’s error (...) was not in analyzing the factors that it did, but in applying an erroneous definition of market efficiency that prevented it from analyzing other arguably relevant evidence.”

Het ‘andere’ bewijs dat door verweerders was aangevoerd omvatte een seriële correlatietest en een put-call pariteitstest. Volgens de appelrechter kon dit bewijs mogelijk een tegengestelde conclusie rechtvaardigen.

In de Amerikaanse literatuur is – terecht – kritiek geuit op de in PolyMedica gehanteerde definitie van een efficiënte markt, althans de concrete toetsing en toepassing daarvan door de appelrechter (inhoudende dat het voldoen aan de Cammer-factoren niet genoeg is).²⁶ Het is moeilijk of zelfs onmogelijk om op een betrouwbare manier te testen of de marktprijs alle publiekelijk beschikbare informatie volledig weerspiegelt (vgl. § 4.2.3). Bovendien is dit een ideaal dat in werkelijkheid niet in zuivere vorm bestaat.²⁷ Voor een onzuivere beurskoers is

22 Fisher 2005, p. 864–865.

23 Unger v. Amedisys Inc., 401 F.3d 316, 324 (5th Cir. 2005) (“[there is, BdJ] growing concern that the mere number of market makers, without further analysis, has little to do with market efficiency”); O’Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479, 502 (W.D. Mich. 1996) (“the mere number of market makers, without much more information, is not a very important indicia of market efficiency” (...) “in contrast to analysts, market makers generally do not analyze and disseminate information about the stock that they make a market for and therefore do not contribute to the efficiency of the stock’s price”); Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 476 (N.D. Tex. 2001) (“the mere presence of market makers does not indicate market efficiency”); Griffin v. GK Intelligent Sys., 196 F.R.D. 298, 304 (S.D. Tex. 2000) (“[the, BdJ] number of market makers has limited probative value”; Serfaty v. Int’l Automated Sys., 180 F.R.D. 418, 422 (D. Utah 1998) (“[E]vidence of the number of market makers, without more, does not weigh in favor of a finding of an efficient market.”).

24 Bijv. Gariety v. Grant Thornton, LLP, 368 F.3d 356, 368 (4th Cir. 2004); Freeman v. Laventhol & Horwath, 915 F.2d 193, 198-199 (6th Cir. 1990) [tevens oordelend dat primary market geen efficiënte markt is].

25 In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 18 (1st Cir. 2005).

26 Harvard Law Review 2006, p. 2284–2291. Zie ook uitvoerig Langevoort 2009, p. 15 e.v.

27 Zie ook Newkirk 1991, p. 1397–1398.

voorts niet vereist dat de koers *alle* publiekelijk beschikbare informatie volledig weerspiegelt; voldoende is dat de informatie waarop de misleiding betrekking heeft in de koers wordt weerspiegeld. Efficiëntie is geen alles-of-niets-verschijnsel. Een test waarbij geconstateerd wordt dat een markt die 100% van de beschikbare informatie weerspiegelt efficiënt is, maar een markt die 99% van die informatie weerspiegelt inefficiënt is, doet geen recht aan de continue aard van het begrip. Ten slotte zou de in PolyMedica gegeven toepassing de doelstellingen van de in de Basic-uitspraak aanvaarde *fraud-on-the-market*-theorie uit het oog verliezen. Een belegger mag erop vertrouwen dat de markt informatie in de koers verwerkt, indien die markt wordt gekenmerkt door structurele mechanismen die dit bewerkstelligen, en een historische relatie tussen nieuwe informatie en verandering van de beurskoers is gebleken (de belangrijkste Cammer-factor). Een kleine mate van inefficiëntie doet daaraan niet af.

i. Conclusies voor het Nederlandse recht

Een onderzoek naar informationele marktefficiëntie zou in het Nederlandse recht in de sleutel staan van de vraag of de beurskoers was beïnvloed door de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken. Informationele marktefficiëntie is zoals gezegd echter geen *noodzakelijke* voorwaarde, maar een *voldoende* voorwaarde om een onzuivere beurskoers aan te tonen. Ook op een markt die niet efficiënt is volgens de gangbare economische definitie kan de informatie doorwerken in de marktprijs (§ 4.2.4). Het bewijs dat de beurskoers was beïnvloed zal primair moeten worden geleverd met behulp van de hierna te bespreken techniek van de *event-study*, waarmee het effect van de misleidende informatie op de beurskoers wordt gemeten (§ 5.2.3). De hierboven besproken factoren vervullen naar mijn oordeel een ondersteunende rol, ook met het oog op de waardering van het door middel van een event-study geleverde bewijs. Van de genoemde factoren is een historische oorzaak-gevolg relatie tussen bedrijfsnieuws en de beurskoers verreweg de belangrijkste. Een belangrijk bezwaar van de andere factoren is dat er geen algemeen aanvaarde grenswaarden zijn om te bepalen of de markt als efficiënt kan worden gekwalificeerd.

Fundamentele markt(in)efficiëntie kan zoals gezegd een rol spelen bij (de waardering van) het bewijs van de onzuiverheid in de beurskoers en bij de redelijke toerekening van schade op grond van art. 6:98 BW. De moeilijkheid is evenwel dat het buitengewoon moeilijk is om vast te stellen wat de ‘werkelijke’ fundamentele waarde is van een effect. Dunbar & Heller wijzen op beperkingen in de mogelijkheden voor short selling en de mate waarin meningen van analisten verschillen als indicatoren voor fundamentele marktinefficiëntie. Deze kunnen ook naar Nederlands recht bruikbaar zijn.

5.2.2 Werkelijke prijslijn en hypothetische prijslijn

De kunstmatige inflatie of deflatie in de beurskoers kan inzichtelijk worden gemaakt met behulp van een werkelijke prijslijn, die de (gemiddelde) beurskoers op iedere

dag van de periode van de misleiding weergeeft, en een lijn die de hypothetische marktprijs weergeeft indien geen misleidende voorstelling van zaken gegeven zou zijn (§ 4.3).

De werkelijke prijslijn is relatief eenvoudig te bepalen met behulp van de Officiële Prijscourant van Euronext Amsterdam of financieel-economische databases, maar de hypothetische prijslijn kan slechts worden geschat. Het gaat hier immers om een hypothetische situatie.

5.2.3 Het construeren van de hypothetische prijslijn; event-study

a. Event-study

Een complicatie bij het construeren van de hypothetische prijslijn is dat de beurskoers wordt beïnvloed door allerlei andere factoren dan de misleidende informatie.²⁸ Ten minste drie factoren die de beurskoers beïnvloeden, moeten worden uitgesloten: (i) algemeen-economische informatie, (ii) sectorgerelateerde informatie en (iii) specifieke informatie over de vennootschap die geen verband houdt met de *misrepresentation*.²⁹

In de Verenigde Staten bepalen deskundigen het prijseffect van de misleidende informatie veelal met behulp van een *event-study*. Een event-study tracht het effect te meten van een gebeurtenis (event) op de koers van het aandeel.³⁰ Nieuwe informatie kan bijvoorbeeld betrekking hebben op het dividendbeleid, een aangekondigde overname, gevolgen van belastingwetgeving, omzet- en groei verwachtingen, verkoop van activa, of andere informatie die relevant is voor de verwachtingen van beleggers over de toekomstige kasstromen. Event-studies worden ook veelvuldig gebruikt om het effect van misleidende berichtgeving op de beurskoers te bepalen.³¹ In *class actions* hebben verschillende rechters geoordeeld dat een event-study noodzakelijk is om het prijseffect te bepalen van de beweerdelijke misleidende voorstelling van zaken (zie over class actions § 6.5).³²

Hoe wordt een event-study uitgevoerd? Een aantal stappen kunnen worden onderscheiden: (i) het definiëren van de periode waarin informatie omtrent de gebeurtenis beschikbaar wordt in de markt (*event window*), (ii) de berekening van een abnormaal rendement op het effect, (iii) het testen van de statistische significantie van dit abnormale rendement.³³

²⁸ Vgl. Borrius 2006, p. 13; Van Solinge 2000, p. 427–428.

²⁹ Koslow 1991, p. 820.

³⁰ Fama, Fisher, Jensen en Roll waren de eerste wetenschappers die deze methodologie om het effect van nieuwe informatie op de beurskoersen te meten in 1969 hebben toegepast. Fama e.a. 1969, p. 1–21.

³¹ Tabak & Dunbar 2001, 19.1.

³² Zie bijv. In re Executive Telecard, Ltd. Sec. Litig., 979 F. Supp. 1021, 1024–26 (S.D.N.Y.1997); In re Imperial Credit Indus., Inc. Sec. Litig., 252 F. Supp. 2d 1005, 1014–15 (C.D. Cal. 2003).

³³ Mitchell & Netter 1994, p. 545–590. Zie ook AFM-report 2007, p. 3 e.v.

b. Het kiezen van een event window

Nieuwe informatie wordt vaak in de markt geïnjecteerd door middel van persberichten. Er zijn ook andere middelen zoals zakenkranten en internetfora. Op grond van de efficiënte markthypothese, die ondersteund wordt door empirisch bewijs, geldt dat nieuwe informatie snel wordt weerspiegeld in de beurskoers. In veel gevallen zal het event window dus slechts een korte periode beslaan, bijvoorbeeld één of twee handelsdagen. Bij het vaststellen van de relevante periode, is er sprake van een afruil. Hoe langer het event window, hoe waarschijnlijker het is dat in die gekozen periode alle informatie bekend is geworden. Daar staat echter tegenover dat lange event windows ruis en informatie uit andere bronnen bevatten. Hierdoor wordt het moeilijker om de impact van de onderzochte gebeurtenis, in casu de (bekendwording van) de misleiding te bepalen.

Het vaststellen van het begin van een event window is relatief eenvoudig als de nieuwe informatie een complete verrassing is voor de markt. Mitchell en Netter noemen het voorbeeld van een crash van een vliegtuig. Dit is altijd onverwacht, zodat het event window begint op de dag van de crash, of op de dag erna als de crash plaatsvindt na het sluiten van de handel. Ook als het kiezen van het begin van het event window eenvoudig is, kan het vaststellen van het einde van het event window lastig zijn. Het gaat daarbij om de vraag wanneer alle informatie beschikbaar is voor marktpartijen. In het voorbeeld van de vliegtuigcrash kan het enkele dagen of zelfs weken duren voordat alle relevante informatie bekend is. In zulke gevallen moet een langere event window worden gekozen dan wanneer alle informatie al na enkele uren bekend is. Wel geldt dat in de meeste gevallen de belangrijkste informatie direct bekend wordt. Aangezien nieuwe informatie snel wordt verwerkt in de beurskoers, is de conventie in de Verenigde Staten om voor de event window slechts een korte periode te kiezen, die eindigt op de handelsdag na de dag waarop de informatie bekend is gemaakt.³⁴

Voor informatie die uitlekt³⁵, is het vaststellen van het begin van het event window problematisch. Hierbij valt te denken aan geruchten omtrent een op handen zijnde overname van een doelvennootschap, voorafgaand aan een persbericht of een biedingsbericht van de bidder. In zulke gevallen moet het event window beginnen voorafgaand aan het persbericht/biedingsbericht. Idealiter moet de dag worden gekozen waarop marktpartijen bij hun aan- en verkoopbeslissingen rekening begonnen te houden met de overname, onafhankelijk van de vraag of het nieuws gebaseerd was op geruchten, voorkennis of een persbericht van de bidder of doelvennootschap. In de praktijk zal moeten worden gekeken naar prijs- en

34 Zie bijv. Allen 2007, p. 958. Volgens Allen kiezen deskundigen doorgaans een event window van drie dagen, beginnend op één dag voor het event en eindigend op één dag na het event.

35 Vgl. voor het Amerikaanse recht *In re Williams Sec. Litig.* - WCG Subclass, 558 F.3d 1130 (10th Cir. 2009) (“[Although loss causation] is easiest to show when a corrective disclosure reveals the fraud to the public and the price subsequently drops, [a] leakage theory that posits a gradual exposure of the fraud rather than a full and immediate disclosure [is permissible under *Dura*]”). Uit empirisch onderzoek in de Verenigde Staten blijkt dat corrigerende mededelingen vaak vooraf worden gedaan door abnormale koersvorming en handelsvolumes. Griffin 2002; Cox & Thomas 2009, p. 197–198.

volumebewegingen voorafgaand aan de aankondiging van de fusie om de juiste datum vast te stellen.

In veel gevallen van misleidende berichtgeving wordt de waarheid geleidelijk bekend, terwijl beleggers in die periode ook worden geconfronteerd met andere informatie over de vennootschap. Het is dan relatief moeilijk om een event window vast te stellen. In zulke gevallen moeten de data waarop nieuwe informatie omtrent de misleiding de markt bereikte zorgvuldig worden gekozen, waarna de relevante periode rondom deze data wordt vastgesteld op enkele dagen.

In verband met de mogelijkheid van een overreactie na bekendwording van de waarheid kan het wenselijk zijn het event-window enkele dagen te laten beslaan, zodat het prijseffect wordt gemeten nadat de markt tijd heeft gehad enigszins te corrigeren voor de overreactie.³⁶

c. Het berekenen van het abnormale rendement en testen van de significantie

De tweede stap in de event-study methode houdt in dat het rendement op het beleggingsobject wordt bepaald rondom de onderzochte gebeurtenis (de bekendwording van de misleiding). Een grote koersuitslag die optreedt op hetzelfde moment dat de markt bekend wordt met de misleiding, is een belangrijke aanwijzing dat die gebeurtenis de oorzaak was van deze koersuitslag.

De eenvoudigste manier om een abnormaal rendement te bepalen is om visueel het koersverloop te inspecteren. Of een koersbeweging ‘groot’ of ‘klein’ is, hangt niet alleen af van de absolute waarde van de koersbeweging, maar tevens van de relatieve grootte in vergelijking met historische patronen en contemporaine koersbewegingen in de gehele markt.

Het rendement in een bepaalde periode kan – bijvoorbeeld voor een aandeel – als volgt worden bepaald:

$$r = ((p_1 - p_0) + Div_1) / p_0$$

waarbij geldt dat:

r = rendement

p_1 = de prijs aan het einde van de periode

p_0 = de prijs aan het begin van de periode

DIV_1 = het uitgekeerde dividend gedurende de periode

Het rendement is dus simpelweg de verandering in de beurskoers gedurende de periode, vermeerderd met dividenduitkeringen, in verhouding tot de koers aan het begin van de periode. In de meeste event-studies in de Verenigde Staten is het standaard tijdsinterval een dag, hoewel in beginsel rendementen kunnen worden berekend over elk tijdsinterval, zoals uren of maanden.

³⁶ Zie Ferrell & Saha 2007, p. 167–168.

Om vast te stellen of er sprake is van een ‘abnormaal’ rendement, is de eenvoudigste aanpak het vergelijken van het aldus bepaalde rendement met een serie rendementen in een eerdere periode. De statistische significantie van het rendement in het event window kan worden bepaald met behulp van de zogenaamde standaarddeviatie. Dit is een statistische grootte die de spreiding van een variabele rondom het gemiddelde rendement meet.³⁷ De vraag is of de absolute waarde van het rendement groot genoeg is om te kunnen zeggen dat deze relatief ongewoon, met andere woorden: abnormaal is.³⁸ In feite wordt hier de hypothese getoetst of het gevonden verschil tussen het geobserveerde rendement en het gemiddelde rendement het gevolg is van louter toeval (de nulhypothese).³⁹

Nu is in het bovenstaande geen rekening gehouden met de invloed van algemene marktinformatie op de beurskoers in het event window. Deze moet echter worden uitgesloten, om het effect van de misleidende informatie op de koers te isoleren. Als voorbeeld kan worden gewezen op de Shell-zaak. Op de dag dat de voorraad onbewezen oliereserves werd bijgesteld, daalde de koers van de in Amsterdam genoteerde aandelen Shell met 7,65% ofwel 3,17 euro ten opzichte van de slotkoers op de vorige handelsdag. Als de marktindex die dag eveneens daalde, met bijvoorbeeld 3%, dan moet het netto-rendement worden bepaald op $(7,65 - 3) = 4,65\%$.⁴⁰

37 Formeel kan de standaarddeviatie voor een steekproef worden uitgedrukt als $s = \sqrt{(\sum (r_i - r_{gem})^2) / (N - 1)}$, waarbij r_{gem} het gemiddelde rendement is in de gekozen periode en N het aantal handelsdagen.

38 Om deze vraag te kunnen beantwoorden, zal veelal gebruik worden gemaakt van vergelijking met een normale verdeling. Voor veel natuurlijk voorkomende verschijnselen is een normale verdeling een goede beschrijving van de frequentie waarmee bepaalde meetwaarden kunnen voorkomen; daarom wordt vaak een normale verdeling verondersteld voor de onderliggende (populatie)verdeling. Rendementen op aandelen zijn vaak niet precies normaal verdeeld, maar desalniettemin geldt dat het een acceptabele benadering is voor event-studies. Zie Brown & Warner 1985. Een normale verdeling heeft de bekende klokkromme. Het is de bedoeling om met behulp van deze normale verdeling te bepalen hoe groot de kans is dat een normaal verdeelde variabele de waarde aanneemt die gevonden is in de event study. Om deze kans te berekenen, wordt het gevonden rendement getransformeerd in een zogenaamde t-waarde: $t = (\text{geobserveerde rendement} - \text{gemiddelde rendement}) / \text{standaarddeviatie}$.

39 De nulhypothese wordt verworpen als de t-waarde negatiever is dan een bepaalde grenswaarde, of positiever is dan een bepaalde grenswaarde. Een gebruikelijke maatstaf om de significantie van het verband te meten is de vijfprocentsregel. Deze houdt in dat t-waarden groter dan 1,96 standaarddeviaties van het gemiddelde zijn verwijderd als statistisch significant worden beschouwd, omdat er bij deze waarden slechts vijf procent kans is dat een willekeurig gekozen observatie meer dan 1,96 van het gemiddelde verwijderd zal liggen. Een strengere maatstaf is de éénprocentsregel. Zo is er slechts één procent kans dat een willekeurig gekozen observatie meer dan 2,58 keer de standaarddeviatie van het werkelijke gemiddelde zal zijn verwijderd. Minder streng is de tienprocentsregel, die inhoudt dat er een kans van tien procent is dat een willekeurig gekozen observatie 1,65 of meer standaarddeviaties van het gemiddelde is verwijderd. In het algemeen gebruiken statistici zowel de eenprocents-, de vijfprocents-, als de tienprocentsregel.

40 Dit is een versimpelde voorstelling van zaken, omdat de ontwikkeling van de index wordt beïnvloed door de koersontwikkeling van het aandeel Shell. Het aandeel Shell maakt(e) immers onderdeel uit van het mandje aandelen waardoor de index wordt gevormd. Strikt genomen zou men hiervoor dus moeten corrigeren.

In veel gevallen is een meer verfijnde analyse nodig om rekening te houden met niet aan (de bekendwording van) de misleiding gerelateerde factoren. Dit komt omdat niet alle beursvennootschappen in gelijke mate worden beïnvloed door algemeen-economische informatie. Sommige aandelen reageren sterk op algemeen-economische informatie, terwijl aandelen van andere beursvennootschappen relatief ongevoelig kunnen zijn voor dezelfde informatie. Om hiermee rekening te houden, wordt doorgaans gebruik gemaakt van het zogenaamde *marktmodel*.⁴¹ In het marktmodel wordt een relatie geschat tussen de aandelenrendementen van de onderzochte beursvennootschap en het rendement op een marktindex gedurende een controleperiode, die meestal wordt gekozen voorafgaand aan het event window. Met behulp van de geschatte samenhang in deze controleperiode kan de verwachte waardeverandering van het aandeel worden voorspeld als de misleiding niet bekend was geworden. Het verschil tussen de werkelijke waardemutatie en de voorspelde waardemutatie is dan te herleiden tot de bekendwording van de onjuiste voorstelling van de toestand van de vennootschap.

Het marktmodel wordt geschat met behulp van een regressie-analyse.⁴² Een regressie-vergelijking geeft de samenhang weer tussen een grootte (de afhankelijke variabele) en een aantal andere die haar beïnvloeden (de onafhankelijke variabelen). Volgens Mitchell en Netter is honderd tot driehonderd handelsdagen een gebruikelijke controleperiode om het model te schatten.⁴³ Met behulp van het op basis van de controleperiode geschatte model wordt voorspeld wat het rendement gedurende het event window zou zijn geweest, als de misleiding niet bekend zou zijn geworden. Het verschil tussen het werkelijke rendement en het voorspelde rendement staat bekend als het *abnormale rendement* (AR).⁴⁴

Ook bij toepassing van het marktmodel moet een statistische toets worden aangelegd om te beoordelen of het abnormale rendement significant afwijkt van nul. De toetsingsprocedure is ingewikkelder dan hierboven is beschreven. De

⁴¹ Zie voor andere modellen AFM-report 2007, p. 5.

⁴² In re Imperial Credit Indus. Incl. Sec. Litig., 252 F. Supp. 2d, 1014 (C.D. Cal., 2003). Algebraïsch ziet het marktmodel er als volgt uit: $r_t = \beta_0 + \beta_1 M_t + \epsilon_t$, waarbij wordt aangenomen dat het rendement op het aandeel op moment t een functie is van het marktrendement, M_t , plus een storingsfactor ϵ_t , die niet gecorreleerd is met de marktindex. Uit de formule blijkt dat het rendement op het onderzochte aandeel wordt opgesplitst in twee delen, één deel bestaande uit bedrijfsspecifieke invloeden (β_0) en één deel bestaande uit marktinvoeden ($\beta_1 M_t$). De term β_1 staat bekend als 'beta' en meet de gevoeligheid van het aandeel voor marktinvoeden. Tot nog toe is stilzwijgend verondersteld dat β_1 gelijk is aan 1. Dit zal echter vaak geen juiste aanname zijn. Een β_1 van 2 betekent bijvoorbeeld dat als de markt met 10% stijgt, de koers van het aandeel van vennootschap i stijgt met 20%.

⁴³ Zie ook AFM-report 2007, p. 14–15.

⁴⁴ $AR_t = r_t - (\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 M_t)$. Hiermee wordt dus het abnormale rendement op het aandeel op tijdstip t (het moment van bekendwording van de misleiding) gemeten.

standaardfout van de voorspelling (*standard error of forecast*) moet worden geschat. Deze maatstaf is in wezen echter vergelijkbaar met de standaarddeviatie.⁴⁵

Indien event windows meer dan één handelsdag beslaan, omdat slecht nieuws bijvoorbeeld geleidelijk uitlekt, kunnen de abnormale rendementen worden gesommeerd. In zulke gevallen wordt het *cumulatieve abnormale rendement* (CAR) berekend.⁴⁶ De CAR meet het totale effect van de gebeurtenis op de beurskoers van de onderzochte vennootschap en moet worden gekozen als het event window meerdere dagen omvat. Getoetst wordt of het cumulatieve rendement significant afwijkt van wat ‘normaal’ is.

Nog geavanceerder is een event-study waarbij rekening worden gehouden met sector-invloeden. Modelmatig geschiedt dit door het marktmodel uit te breiden met een sector-index.⁴⁷ Het gaat hierbij om een index die de rendementen weergeeft van ondernemingen die in dezelfde bedrijfstak actief zijn als de vennootschap die wordt onderzocht.

Niet ondenkbaar is dat op de dag dat de misleiding door een corrigerende mededeling bekend wordt, tevens andere informatie over de vennootschap openbaar wordt gemaakt. Indien dan een abnormaal rendement wordt geschat voor de gehele handelsdag, wordt het gecombineerde effect gemeten van de bekendwording van de misleiding en het andere bedrijfsnieuws. Dit probleem wordt versterkt indien een event window van meerdere dagen wordt gebruikt. Hoe langer immers de gekozen periode, hoe groter de kans dat ook ander nieuws over de vennootschap openbaar wordt gemaakt. Op twee manieren kan met dit probleem rekening worden gehouden: (i) het verwijderen van de desbetreffende dagen uit de event study, (ii) door gebruik te maken van het koersverloop op de desbetreffende dag(en).⁴⁸

Indien de desbetreffende dagen worden verwijderd uit de event-study doet zich het probleem voor dat daarmee potentieel waardevolle informatie verloren gaat. In zoverre verdient de tweede oplossing de voorkeur. Tegenwoordig is het mogelijk het koersverloop per minuut of zelfs per seconde te gebruiken. Beurskoersen reageren razendsnel op nieuws. De beurs wordt dus ‘per seconde wijzer’.⁴⁹ De afgelopen jaren zijn grote gegevensbestanden beschikbaar gekomen, zodat zulke “hoge frequentie data” de onderzoeker ten dienste staan. Tien jaar geleden waren zulke gegevensbestanden niet beschikbaar, door een gebrek aan opslagcapaciteit. Tegenwoordig kan het prijseffect van nieuwe informatie veel gedetailleerder worden bepaald.

45 Vervolgens kan weer een t-waarde worden berekend, om te beoordelen of de gevonden afwijking significant is op éénprocents-, vijfprocents- of tienprocentsniveau.

46 $CAR_T = (1 + AR_1) \times (1 + AR_2) \times \dots \times (1 + AR_T) - 1$. Hierbij weerspiegelt T de totale lengte van de onderzochte periode en kan bijvoorbeeld gelijk zijn aan drie als er een periode van drie handelsdagen wordt onderzocht. Als een periode van drie dagen worden onderzocht, staat er dus: $CAR_3 = (1 + AR_1) \times (1 + AR_2) \times (1 + AR_3) - 1$.

47 Het marktmodel komt er dan als volgt uit te zien: $r_t = \beta_0 + \beta_1 M_t + \beta_2 I_t + \epsilon_t$. De variabele I_t is de sector-index.

48 Ferrell & Saha 2007, p. 168.

49 Aldus Van Dijk 2007, p. 17.

d. *Gevolgschade; ongelijkheid tussen de misleidende berichtgeving en de correctie*
Bij het gebruik van de event-study om het prijseffect van de misleidende informatie te bepalen, wordt uitgegaan van de veronderstelling dat de koersdaling die toe te schrijven is aan de bekendwording van de misleiding, gelijk is aan de marktwaarde van de informatie in de corrigerende mededeling.⁵⁰ Deze veronderstelling is echter niet juist. De koersdaling die verband houdt met de bekendwording van de misleiding, kan niet alleen worden veroorzaakt door de marktwaarde van de nieuwe informatie zelf, maar ook door wat men 'gevolgschade' (*collateral damage*) zou kunnen noemen. Hierbij kan in de eerste plaats worden gedacht aan de verwachte kosten van juridische procedures naar aanleiding van de corrigerende mededeling, zoals de kosten van negatieve publiciteit, advocaten en de verwachte schadevergoeding die door de uitgevende instelling zal moeten worden betaald.⁵¹ In de tweede plaats kan gevolgschade optreden indien beleggers naar aanleiding van de corrigerende mededeling hun inschatting van de kwaliteit van het management en de interne controlemechanismen neerwaarts bijstellen.⁵² Het zal praktisch gezien zeer lastig zijn om de omvang van de gevolgschade te bepalen.

Een ander probleem bij het verrichten van een event-study is dat de informatie in een corrigerende mededeling niet gelijk hoeft te zijn aan de informatie die eerder werd achtergehouden. Ik bespreek twee gevallen.

In de eerste plaats kan de corrigerende mededeling tevens andere, niet aan de fraude gerelateerde informatie bevatten. De prijseffecten van beide soorten informatie kunnen dan moeilijk uit elkaar worden getrokken, hetgeen de waarde van de event-study beperkt.^{53, 54} Aanvullende informatie zoals analistenrapporten en berichten in de media kunnen mogelijk aanknopingspunten verschaffen over het gewicht dat aan de verschillende soorten informatie wordt toegekend. Daarnaast kan worden getracht de onzuiverheid in de beurskoers te schatten met behulp van *response coefficients*.⁵⁵ Hierbij gaat het kort gezegd om geschatte coëfficiënten die weergeven hoe de koers verandert (response) als gevolg van onverwachte (financiële) resultaten.⁵⁶ Indien de corrigerende mededeling dan informatie bevat over de misleiding alsmede

50 Alexander 1994, p. 1434.

51 Ferrell & Saha 2007, p. 184–185; Alexander 1994, p. 1427, 1434.

52 Ferrell & Saha 2007, p. 181–184.

53 Dit biedt uitgevende instellingen de mogelijkheid van strategisch gedrag, door precies tegelijk met slecht nieuws ook positief nieuws bekend te maken.

54 Zie bijv. *Fener v. Belo Corp.*, 2009 WL 2450674 (5th Cir. 2009) ("As the district court correctly held, [plaintiff's expert] testimony was fatally flawed; he wedded himself to the idea that the press release was only one piece of news and conducted his event study based on that belief. We reject any event study that shows only how a 'stock reacted to the entire bundle of negative information,' rather than examining the 'evidence linking the culpable disclosure to the stock-price movement.' Because [plaintiffs' expert] based his study on that incorrect assumption, it cannot be used to support a finding of loss causation.")

55 Zie daarover uitvoerig Bruegger & Dunbar 2009.

56 Deze coëfficiënten worden geschat op basis van vele historische aankondigingen, waardoor de effecten van gelijktijdige ongerelateerde informatie in één aankondiging elkaar per saldo opheffen.

informatie over de (financiële) resultaten van de vennootschap, dan kan met behulp van de response coëfficiënt het effect van de misleiding op de koers worden geïsoleerd.

In de tweede plaats kan een eerdere misleidende voorstelling van zaken worden gecorrigeerd met informatie die op het moment dat de periode van misleiding begon nog niet beschikbaar was. Hierbij kan worden gedacht aan de situatie dat fusiebesprekingen in strijd met de wet niet tijdig openbaar worden gemaakt, en deze onrechtmatigheid wordt geheeld door middel van de aankondiging van een *voltooide* fusie. Hoewel een prijseffect kan worden gemeten op basis van de aangekondigde voltooide fusie, is niet duidelijk wat de hypothetische koers was geweest als niet onrechtmatig was gehandeld door de besprekingen tijdig te melden. Het vaststellen van de hypothetische koers vereist een inschatting van de kans die de markt zou hebben toegekend aan een succesvolle fusie en de bijbehorende biedprijs.⁵⁷

e. Terugwerken met behulp van de residuele koersdaling (backcasting)

Aan de hand van de door de event-study bepaalde waarde van de achtergehouden informatie, kan vervolgens voor iedere dag van de periode van de misleiding worden bepaald wat de beurskoers zonder de onrechtmatige gedraging geweest zou zijn door terug te werken vanaf het moment van het bekend worden van de waarheid. Verschillende technieken zijn daarbij mogelijk. In de Amerikaanse praktijk worden ten minste drie methoden regelmatig gebruikt door deskundigen: (i) de *constant-dollar*-methode (ook wel: *constant-ribbon*-methode), (ii) de *constant-percentage*-methode en (iii) de *index*-methode.⁵⁸

De verschillende methoden laten zich het gemakkelijkst illustreren aan de hand van een voorbeeld. Stel dat de koers van het aandeel van de vennootschap daalt van € 10 naar € 9 na bekendwording van een boekhoudschandaal.⁵⁹ Het prijseffect is dus € 1 *op het moment van de bekendwording*. De vraag is dan wat het prijseffect van het boekhoudschandaal geweest zou zijn als de fraude op een eerder moment in de periode van de misleiding openbaar was geworden. Volgens de *constant-dollar*-methode zou bekendmaking van de boekhoudfraude op een eerder moment ook tot een daling van de beurskoers met € 1 hebben geleid. Het verschil tussen de prijslijn en de hypothetische prijslijn wordt dan gedurende de gehele besmette periode een constante van € 1 (in termen van hoofdstuk vier: $WP_t - HP_t = € 1$). Volgens de *constant-percentage*-methode zou bekendmaking op een eerder moment in de periode van de misleiding hebben geresulteerd in een prijsdaling van 10% ($= (9 - 10)/10$). Anders gezegd ligt in dit geval het niveau van de hypothetische prijslijn in de besmette periode op 90% van het niveau van de prijslijn (in termen van hoofdstuk vier: $HP_t = 0,9 * WP_t$). De *index*-methode veronderstelt dat de hypothetische waarde van

⁵⁷ Cornell & Morgan 1990.

⁵⁸ Zie hierover bijvoorbeeld Tabak 2007; Tabak & Okongwu 2002.

⁵⁹ Prijsdaling gecorrigeerd voor concurrente markt- en industrie-effecten en nieuws over de vennootschap dat niet te herleiden is tot de correctieve disclosure.

het aandeel zich gedurende de periode van de misleiding op dezelfde manier zou ontwikkelen als een geselecteerde index, zoals bijvoorbeeld de AEX-index. Indien de index in de periode van de misleiding met 10% is gedaald, wordt verondersteld dat ook de werkelijke waarde van het aandeel met 10% zou zijn gedaald. Om het koersniveau van € 9 te bereiken na disclosure zou de werkelijke waarde van het aandeel aan het begin van de periode van de misleiding derhalve € 10 zijn geweest. Het verschil tussen de (hogere) feitelijke koers en de voorspelde waarde is de prijsinflatie per aandeel. Een simplistische versie van de index-methode is de constant-true-value-methode. Volgens deze methode wordt de prijs van € 9 na disclosure verondersteld de werkelijke onderliggende waarde te zijn gedurende de gehele periode van de misleiding. Stilzwijgend wordt verondersteld dat de index horizontaal verliep gedurende de periode van de misleiding.

De geschiktheid van de drie methodes is afhankelijk van de inhoud van de misleidende of achtergehouden informatie.⁶⁰ De corporate finance-literatuur leert dat de waarde van een aandeel gelijk is aan de contante waarde van de verwachte toekomstige kasstromen die aan dat aandeel toekomen. Als een vennootschap verwacht over één jaar € 11 mln euro te verdienen, terwijl met andere investeringen dat jaar een rendement van 10% kan worden behaald, geldt dat de contante waarde van het toekomstige bedrag gelijk is aan $(11/1,1 =) € 10$ mln. Indien de waarde van een aandeel gelijk is aan de contante waarde van de toekomstige geldstromen op dat aandeel, geldt dat de aard van de misleiding en haar effect op verwachte toekomstige kasstromen zal bepalen welke methode in een concreet geval geschikt is.

Tabak & Okongwu onderscheiden vier basisgevallen. In het eerste geval kondigt de vennootschap aan dat er sprake is van een eenmalige kostenpost. Er wordt bijvoorbeeld medegedeeld dat de toekomstige kasstromen eenmalig met een bepaald bedrag zullen verminderen. Een tweede geval is dat de onderneming aankondigt dat in elke toekomstige periode de opbrengsten zullen dalen met een bepaald bedrag. In het derde geval kondigt de vennootschap aan dat de groei van de kasstromen lager zal dan tevoren werd aangekondigd, bijvoorbeeld niet 10%, maar slechts 5%. In het vierde scenario kondigt de vennootschap aan de toekomstige kasstromen een bepaald percentage zullen zijn, bijvoorbeeld 90%, van wat eerder was aangekondigd. Welke methode is het nu het meest geschikt in deze gevallen?

Voor de bepaling van de geschikte methode kan gebruik worden gemaakt van het feit dat op een efficiënte markt moet gelden dat een verandering van de beurskoers alleen het gevolg zou moeten zijn van nieuwe informatie. Het verschil tussen de prijs *na* de bekendwording van de misleiding en de prijs *vóór* bekendwording van de misleiding kan worden geschreven als functie van de nieuwe informatie. Bewezen kan worden dat het verschil tussen de prijs voor en na bekendwording van de misleiding kan worden geschreven als een vast bedrag in de eerste twee door Tabak & Okongwu onderscheiden gevallen, zodat voor deze gevallen de constant-ribbon-methode geschikt is. Neem bijvoorbeeld aan – gebruikmakend van

60 Tabak & Okongwu 2002.

de terminologie in hoofdstuk vier – dat WP_2 de prijs is na disclosure, en prijs WP_1 de koers vóór disclosure. Indien de toekomstige kasstromen door een extra kostenpost in iedere toekomstige periode (dus *ad infinitum*) afnemen met een bedrag k , geldt dat $WP_2 = WP_1 - k/r$, waarbij r de discontovoet is. Het verschil tussen WP_2 en WP_1 kan worden uitgedrukt als een vast bedrag k/r .

In de laatste twee door Tabak & Okongwu onderscheiden gevallen is het verschil tussen de koers na bekendwording van de misleiding en de koers voor bekendwording van de misleiding geen vast bedrag. Stel dat de kasstromen van de vennootschap in elke toekomstige periode tot in oneindigheid slechts 90% van het eerder bekend gemaakte bedrag zijn, dan kan worden aangetoond dat $WP_2 = 0,9 * WP_1$, of anders geformuleerd, $WP_2/WP_1 = 0,9$.⁶¹ Niet het verschil, maar de *ratio* van WP_2 en WP_1 is nu een vast bedrag. In dit soort gevallen heeft het de voorkeur te kiezen voor de constant-percentage-methode. Als praktijkvoorbeeld van toepassing van de constant-percentage-methode kan worden gewezen op de Shell-zaak (zie § 6.3). In deze zaak ging het om vermeende schade door onbewezen oliereserves. De deskundige rechtvaardigde het gebruik van de constant-percentage-methode door erop te wijzen dat de waarde van de onbewezen reserves fluctueert als gevolg van olieprijs, marges etc.⁶²

Een belangrijke kanttekening die nog moet worden gemaakt bij toepassing van de constant-percentage-methode is dat deze in het algemeen minder geschikt is bij bedrijven met veel vreemd vermogen. In de twee gevallen van Tabak & Okongwu geldt dat er een verandering is met een constant percentage van de totale waarde van de onderneming, bestaande uit eigen en vreemd vermogen. De marktwaarde van het eigen vermogen reageert sterker op veranderingen in toekomstige kasstromen dan de marktwaarde van vreemd vermogen. Het effect van een verandering in kasstromen op de marktwaarde van het eigen vermogen is daarom niet constant.

De constant-true-value-methode gaat uit van de veronderstelling dat geen ander nieuws dan de informatie in de disclosure van invloed is geweest op de koers. Tabak & Okongwu zijn van oordeel dat deze veronderstelling zo extreem is dat zij slechts in één praktijkgeval gerechtvaardigd is, namelijk van een geheel frauduleuze onderneming die in werkelijkheid niets waard was. De constant-true-value-methode zou wellicht voorts bij een zeer korte periode van misleiding reëel kunnen zijn. In dat geval wordt het verschil met de constant-ribbon-methode echter verwaarloosbaar. Het praktische belang van de constant-true-value-methode is daarmee gering.

Denkbaar is dat een variant op of combinatie van bovengenoemde methoden moet worden gebruikt, bijvoorbeeld als er sprake is van verschillende misleidende mededelingen waarvan sommige betrekking hebben op de eerste twee door Tabak &

61 Er geldt namelijk $WP_1 = X/r$, waarbij X de basis kasstroom is en r de discontovoet, en $WP_2 = a * X/r$, zodat $WP_2 = a * WP_1$.

62 Overigens beperkte de deskundige in die zaak de met behulp van de constant-percentage-methode bepaalde kunstmatige inflatie tot het bedrag van de residuele koersdaling. Dit is een uitvloeisel van de uitspraak *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

Okongwu onderscheiden gevallen en andere op de laatste twee gevallen. De door Tabak & Okongwu onderscheiden gevallen zijn slechts ideaaltypen, zoals zij zelf aangeven.

Bovenstaande beschouwingen hadden vooral betrekking op de theoretische rechtvaardiging voor het gebruik van de verschillende methoden. Hierbij moet worden opgemerkt dat het in de praktijk niet altijd zo duidelijk is of misleidende berichtgeving beter door middel van een constant percentage of een constant bedrag kan worden gemodelleerd.

Indien de onzuiverheid in de beurskoers wordt gemodelleerd met behulp van de constant-ribbon-methode, kan er geen (feitelijke) schade zijn geleden op effecten die in de periode van de misleiding zowel zijn gekocht als verkocht.⁶³

In de Amerikaanse literatuur is na de uitspraak *Dura Pharmaceuticals*⁶⁴ discussie ontstaan over de toelaatbaarheid van de verschillende methodes bij het modelleren van de onzuiverheid in de beurskoers.⁶⁵ Ik roep in herinnering dat in deze uitspraak onder meer werd geoordeeld dat:

“Normally (...) an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss.

(...) at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss.

(...) if, say, the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss.”

Sommigen hebben in de overwegingen gelezen dat na *Dura Pharmaceuticals* slechts de constant-dollar-methode toelaatbaar is.⁶⁶ Dit lijkt voor het Nederlandse recht in ieder geval niet juist, omdat daarmee de rechtens vergoedbare schade kan worden overschat, namelijk als de omvang van de kunstmatige inflatie toenam gedurende de periode van de misleiding. De residuele koersdaling moet slechts worden gezien als *bovengrens*. Een andere interpretatie van *Dura Pharmaceuticals* is dat de inflatie kan worden gemodelleerd op basis van economische theorie, maar bij het bepalen van de rechtens vergoedbare schade “*Dura caps*” worden aangelegd.⁶⁷ De rechtens vergoedbare schade per effect is dan het minimum van de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop en de residuele koersdaling. Dit is de benadering die ik in hoofdstuk 4 heb verdedigd.

63 Dit is slechts anders indien de kunstmatige inflatie of deflatie in de koers stapsgewijs toeneemt of afneemt als gevolg van opeenvolgende onrechtmatige handelingen. Volledigheidshalve merk ik op dat ik in hoofdstuk 4 heb verdedigd dat op effecten die tussentijds zijn verkocht nimmer *rechtens vergoedbare* schade wordt geleden.

64 544 U.S. 336 (2005).

65 Zie voor een overzicht Tabak 2007, p. 6 e.v.

66 Tabak 2007, p. 9.

67 Tabak 2007, p. 10–12. Zie voor deze werkwijze de Shell-zaak, waarin de deskundige de constant percentage-methode gebruikte met een Dura-cap bij het modelleren van de onzuiverheid in de koers van de aandelen Shell die aan de Amerikaanse beurs werden verhandeld.

Ik wijs tot slot nog op enkele complicaties. In de eerste plaats is het mogelijk dat de kunstmatige inflatie (c.q. deflatie) in de koers stapsgewijs toenam door verschillende misleidende mededelingen/omissies. De misleidende mededelingen/omissies zullen in dat geval vaak niet worden gecorrigeerd in geïsoleerde en afzonderlijke persberichten van de vennootschap, maar door middel van één corrigerende mededeling. Men meet met behulp van een event-study dan een totaaleffect. De residuele koersreactie moet worden gealloceerd over de eerdere mededelingen/omissies, maar dit is niet eenvoudig.⁶⁸ Het zou onjuist zijn om de totale residuele koersreactie te zien als de kunstmatige inflatie gedurende de gehele periode van de misleiding. De (feitelijk geleden) schade als gevolg van de misleiding wordt daarmee overschat. Een tweede complicatie is dat het terugwerken in de tijd in geval van een misleidend prospectus bij een beursgang bijzondere vragen oproept. De marktwerking na aanvang van de handel is immers veelal nog onvolkomen en er kan aan koersstabilisatie zijn gedaan door bepaalde partijen. Het prijseffect van bekendwording van de waarheid hoeft niet noodzakelijk een goede indicatie te zijn voor de uitgiftekoers die tot stand was gekomen als de vennootschap geen misleidend prospectus algemeen verkrijgbaar had gesteld.⁶⁹

f. Vooruit projecteren (forward casting)

Een aanknopingspunt voor het verloop van de hypothetische prijslijn kan ook worden gevonden in een significante (residuele) koersstijging direct nadat een misleidende mededeling werd verspreid. Deze (residuele) koersstijging is dan een indicatie voor het verschil tussen de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn op het moment dat de misleidende informatie werd verspreid. Een voordeel van deze methode van *forward casting* is dat hiermee de problemen worden vermeden die zich voordoen indien men terugwerkt vanuit een geobserveerde koersdaling (zoals een mogelijke overreactie, latere additionele disclosures, een corrigerende mededeling die meer/andere informatie bevat dan de aanvankelijk achtergehouden informatie, gevolgschade, en de toerekening van een (residuele) koersreactie over verschillende misleidende mededelingen).⁷⁰

De toepassing van deze methode is relatief eenvoudig indien de misleidende berichtgeving, die de markt dus voor waar houdt, onverwacht was. In zulk een geval geldt dat de koersstijging, gecorrigeerd voor algemeen-economische en sectorgerelateerde informatie, de kunstmatige inflatie in de koers van het aandeel weergeeft.

68 Zie hierover Bruegger & Dunbar 2009, p. 31 e.v., die betogen dat met behulp van response coefficients betere resultaten kunnen worden bereikt dan met een 'gewone' event-study.

69 De Hoge Raad heeft in HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.) geoordeeld dat in geval van een misleidend prospectus tot uitgangspunt mag dienen dat de belegger op de primaire markt niet zou hebben gekocht. Hiermee wordt de angel in feite uit de problematiek gehaald, omdat de belegger in beginsel niet hoeft aan te tonen dat en in hoeverre de uitgiftekoers lager zou zijn geweest. Het is aan de gedaagde partij om te betogen welk deel van de waardedaling ten opzichte van de uitgiftekoers niet aan de misleiding is toe te schrijven.

70 Ferrell & Saha 2007, p. 185.

Veelal zullen misleidende mededelingen worden gedaan om teleurgestelde verwachtingen te voorkomen, in welk geval er geen – of slechts een kleine – prijsstijging waarneembaar zal zijn na verspreiding van de misleidende berichtgeving. In zulke gevallen geldt dat de informatie die door de beursvennootschap wordt bevestigd reeds was verwerkt in de beurskoers. Ook in deze gevallen is het mogelijk om de hier behandelde methode toe te passen. Stel dat een beursvennootschap de mededeling doet dat de verwachte omzet is gehaald, terwijl in werkelijkheid de omzet is achtergebleven bij de prognose. Bepaald moet worden wat de marktreactie zou zijn geweest indien de werkelijke lagere omzet bekend zou zijn geweest op de dag(en) dat de misleidende berichtgeving werd verspreid. Hiervoor kan een event-study worden gedaan, waarbij gebruik wordt gemaakt van eerdere dagen waarop de vennootschap mededelingen deed over de omzet. Met behulp van historische gegevens kan namelijk een relatie worden geschat tussen enerzijds de prijsreactie en anderzijds het verschil tussen de bekendgemaakte en de verwachte omzet. Deze relatie kan dan worden gebruikt om het rendement te schatten op de dagen dat de misleidende mededeling werd gedaan, uitgaande van de werkelijke omzet (die dus lager ligt dan verwacht, zodat een negatieve prijsreactie zal kunnen worden waargenomen). Uit het geschatte rendement volgt de hypothetische prijslijn voor de dag(en) waarop de misleidende mededeling werd gedaan en daarna. Het verschil tussen de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn is de kunstmatige inflatie. Volgens Ferrell & Saha geldt dat de hier geschetste methode in het algemeen leidt tot een duidelijk ander verloop van de hypothetische prijslijn, dan wanneer wordt teruggewerkt vanuit een residuele koersdaling.⁷¹ Dit heeft uiteraard tevens grote gevolgen voor de omvang van de begrote schade.

g. Het ontbreken van een koersreactie na een corrigerende mededeling

Ondanks het ontbreken van een duidelijke koersreactie na een corrigerende mededeling is niet uitgesloten dat de koers beïnvloed is geweest.⁷² In de lagere rechtspraak na *Dura Pharmaceuticals* (§ 4.5.3.i) is bijvoorbeeld geoordeeld dat niet vereist is dat de correctieve disclosure afkomstig is van de aangesproken partij zelf. Voldoende is dat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, waardoor de koers daalt.⁷³ Niet van belang is op welke manier de werkelijke toestand van de vennootschap precies bekend wordt.⁷⁴ In het Amerikaanse recht is toegestaan dat beleggers een koersreactie aantonen door een aantal kleinere *disclosures* aan te voeren die de markt geleidelijk waarschuwen voor de werkelijke financiële toestand

⁷¹ Ferrell & Saha 2007, p. 186.

⁷² Vgl. bijv. *In re Veritas Software Corp. Securities Litigation*, 2006 WL 1431209 (D.Del. 2006).

⁷³ *In re eSpeed, Inc. Securities Litigation*, 2006 WL 880045, 17–18 (S.D. N.Y. 2006).

⁷⁴ *In re Winstar Communications* 2006 WL 473885, 14–15 (S.D. N.Y. 2006); zie ook *Alaska Electrical Pension Fund v. Flowserve Corp.*, 572 F.3d 221 (5th Cir. 2009); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228 (5th Cir. 2009), waarin wordt geoordeeld dat disclosures ook van derden afkomstig kunnen zijn.

en leiden tot een langzame daling van de aandelenkoers.⁷⁵ Ten slotte denk ik nog aan het geval dat precies tegelijk met een corrigerende mededeling ander nieuws over de vennootschap bekend wordt gemaakt, en per saldo geen koerseffect optreedt. Slecht nieuws kan bijvoorbeeld (bewust) tegelijk met goed nieuws bekend worden gemaakt (vgl. § 5.2.3.d). Vooral de methode van forward casting zal uitkomst moeten bieden bij het schatten van de onzuiverheid in de beurkoers.

h. De gevolgen van fundamentele en informationele marktinefficiënte

Indien de markt duidelijke kenmerken vertoont van fundamentele inefficiëntie, is voorzichtigheid geboden bij de interpretatie van de resultaten van een event-study. Indien beleggers bijvoorbeeld kuddegedrag vertonen of reageren op het momentum in de prijs, kan onbelangrijke informatie over de uitgevende instelling (bezien vanuit de fundamentals) toch een significant prijseffect veroorzaken.⁷⁶ Een geobserveerde residuele koersdaling kan dan bijvoorbeeld mede of uitsluitend zijn veroorzaakt door beleggingsbeslissingen die niet gebaseerd zijn op fundamentals. Indien het redelijk is om te veronderstellen dat de totale koersbeweging uiteengetrokken kan worden in een deel dat nieuwe fundamentele informatie over de onderneming weerspiegelt, en een deel dat overige overwegingen weerspiegelt, kan worden getracht de omvang van beide delen in te schatten. Erg nauwkeurig zal een dergelijke inschatting evenwel niet zijn.

Een ander probleem is dat het in geval van fundamentele inefficiëntie moeilijker is om aan te tonen hoe een koersreactie op het moment dat de waarheid bekend werd zich verhoudt tot het bedrag dat bij aankoop te veel werd betaald. Aangezien de markt het effect niet waardeert op basis van zijn fundamentals, is het effect van misleidende informatie op de beurskoers op het ene moment niet noodzakelijk indicatief voor het effect op een ander moment.⁷⁷ Een methodologie die in de Verenigde Staten soms wel wordt gebruikt, is het schatten van een earnings response coefficient op basis van historische gegevens (in een tijdvak dat de markt nog efficiënt was). Het gaat hier om een coëfficiënt die de relatie weergeeft tussen veranderingen in de beurskoers en onverwacht nieuws over de bedrijfsresultaten. Een bezwaar is echter dat deze methodologie veronderstelt dat de relatie constant is over de tijd, hetgeen niet juist hoeft te zijn in geval van een inefficiënte markt. Voorzichtigheid is dus geboden bij de interpretatie van de gevonden resultaten.

Ook als de markt informationeel inefficiënt is, dat wil zeggen nieuwe informatie niet zodanig snel in de koers wordt verwerkt dat gewone beleggers geen handelswinsten op basis van deze informatie kunnen behalen, is het moeilijker om een event-study te verrichten en interpreteren. De keuze van het event window (§ 5.2.3.b) is

⁷⁵ In re NTL, Inc. Securities Litigation, 2006 WL 330113, 9 (S.D. N.Y. 2006); zie ook Alaska Electrical Pension Fund v. Flowserve Corp., 572 F.3d 221 (5th Cir. 2009).

⁷⁶ Dunbar & Heller 2006, p. 508–509.

⁷⁷ Dunbar & Heller 2006, p. 512–513.

lastiger, en daarnaast zal een groter abnormaal rendement vereist zijn om te kunnen oordelen dat de koersbeweging niet slechts aan externe factoren is toe te schrijven.⁷⁸

5.3 De procespositie van de belegger

5.3.1 Inleiding

Voor het aannemen van oorzakelijk verband is volgens de heersende leer zowel een csqn-verband als toerekeningsverband vereist (§ 2.5.3.a). In het geval van misleiding van beleggers heb ik twee schakels onderscheiden voor het csqn-verband: (i) het causale verband tussen de misleiding en de transactie(voorwaarden) (transactiecausaliteit), (ii) het causale verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de gevorderde vermogensschade (§ 2.5.3.b).

Op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv, dient een belegger die in rechte schadevergoeding vordert in beginsel het causaal verband (in de zin van csqn-verband) te bewijzen⁷⁹ tussen de misleidende voorstelling van zaken en de gestelde schade.⁸⁰ Wat betreft het bewijs van een csqn-verband is niet vereist dat de gestelde schade(post) met 100% zekerheid door de misleidende berichtgeving is veroorzaakt. De rechter weegt de feiten die zijn komen vast te staan en oordeelt op basis daarvan of het hem voldoende waarschijnlijk voorkomt dat de schade waarvan vergoeding wordt gevorderd zonder de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis achterwege zou zijn gebleven.⁸¹ Over de mate van onzekerheid die acceptabel is lopen de meningen uiteen. Veelal wordt gewerkt met het criterium van ‘een redelijke mate van waarschijnlijkheid’. De wettelijke grondslagen voor aansprakelijkheid (art. 6:162, 2:139, 2:150, 6:193a–193j, 6:194–195 BW) voorzien niet in een omkering van de bewijslast ter zake van het causaal verband. In de rechtspraak zijn wel diverse constructies ontwikkeld om enerzijds de benadeelde partij de helpende hand te bieden bij het bewijs van het csqn-verband en anderzijds te voorkomen dat de aangesproken partij vergoedingsplichtig wordt voor schade die hij niet heeft veroorzaakt (§ 5.3.2.b e.v.).⁸²

In het World Online-arrest⁸³ oordeelt de Hoge Raad dat ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden. Ingevolge art. 6:97 BW is de rechter bevoegd de schade te begroten op de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is, of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld. In dit verband wordt

⁷⁸ Langevoort 2009, p. 29.

⁷⁹ Indien gedaagde het gestelde causaal verband betwist.

⁸⁰ Of schade vervolgens naar redelijkheid kan worden toegerekend, is geen vraag van bewijs, maar een rechtsvraag.

⁸¹ Klaassen 2007, p. 1349.

⁸² Zie voor een overzicht ook Schild 2009, p. 256–257.

⁸³ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

in de literatuur wel aangenomen dat de gewone regels van stelplicht en bewijslast in zoverre niet van toepassing zijn.⁸⁴ De gelaedeerde dient de omvang van zijn schadeclaim wel zo goed mogelijk met feiten te staven.⁸⁵ Het staat de rechter vrij bij een geschil over feiten die in het debat over de schadeomvang worden gesteld en die hij relevant acht voor de schadebegroting, de gewone regels van stelplicht en bewijslast toe te passen.⁸⁶

Aangezien ik met betrekking tot het csqn-verband twee causaliteitsschakels heb onderscheiden, ga ik hieronder afzonderlijk in op beide schakels (zie hierna § 5.3.2 en 5.3.3). Vervolgens komt aan de orde op welke wijze beleggers de omvang van hun schade kunnen onderbouwen.

5.3.2 Transactiecausaliteit

a. Hoofdregeel: bewijslast bij belegger

In hoofdstuk 4 heb ik twee modaliteiten van transactiecausaliteit onderscheiden: de transactie zou zonder de misleiding (i) tegen een gunstigere marktprijs tot stand zijn gekomen, dan wel (ii) in het geheel niet zijn verricht (ook niet tegen de dan geldende marktprijs⁸⁷). Hoewel deze gevallen theoretisch van elkaar te onderscheiden zijn, zal dit in de praktijk vaak lastig zijn. Een belegger heeft in een procedure de mogelijkheid om voor een van beide of beide ankers te gaan liggen. Ik licht dat hieronder toe.

Beleggingstransactie zou tegen gunstigere marktprijs zijn verricht

De meest eenvoudige wijze van inkleding van de vordering is naar mijn oordeel dat de belegger stelt dat de transactie zonder de misleiding *tegen een gunstigere marktprijs* tot stand zou zijn gekomen. Gesteld (en bij betwisting bewezen) hoeft dan slechts te worden dat de effecten zijn gekocht tegen een onzuiver hoge beurskoers of verkocht tegen een onzuiver lage koers.⁸⁸ Het causaliteitsbewijs komt in feite neer op het aantonen van de onzuiverheid in de beurskoers. Veelal zal hierbij gebruik moeten worden gemaakt van de koersreactie na bekendwording van

84 Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 6; Asser 2004, nr. 180. Dit uitgangspunt staat overigens wel onder druk. Zie De Groot & Akkermans 2007, p. 501–509.

85 Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 6.

86 Aldus onlangs HR 5 juni 2009, NJ 2009, 257 (X/Axa Schade NV), r.o. 3.3.2.

87 Het enkele feit dat de uitgevende instelling een misleidende voorstelling van zaken gaf, impliceert nog niet dat de marktprijs hierdoor werd beïnvloed. Voor het hier onderscheiden tweede geval van transactiecausaliteit geldt dat ook schade kan worden geleden (door de misleiding) als de marktprijs bij een juiste voorstelling van zaken niet gunstiger zou zijn geweest. Hieronder onderscheidt het tweede geval zich van het eerste geval.

88 Heel strikt gezegd zou bij deze wijze van inkleding van de vordering nog moeten worden uitgesloten dat de transactie zonder de misleiding *niet* zou zijn verricht tegen de gunstigere marktprijs. Het is echter moeilijk voor te stellen dat gedaagde er belang bij heeft om te betogen dat de belegger de transactie bij een juiste voorstelling van zaken in het geheel niet zou hebben verricht. De gedaagde is dan immers aan het onderbouwen dat de belegger daadwerkelijk is misleid. Ik laat dit punt hierna daarom rusten.

de waarheid.⁸⁹ Het causaliteitsbewijs hoeft slechts in te houden *dat* de koers door de misleidende voorstelling van zaken was beïnvloed op het moment van aankoop. De precieze *omvang* van de onzuiverheid in de beurskoers kan worden gezien als een kwestie van schadebegroting, waarvoor geldt dat de rechter op grond van art. 6:97 BW de nodige vrijheid heeft (zie hierna § 5.3.4).⁹⁰ Causaliteit en schadebegroting hangen hier echter nauw samen, omdat het bewijs dat wordt aangevoerd om aan te tonen dat de beurskoers was beïnvloed tevens de omvang van de (rechtens vergoedbare) schade inzichtelijk maakt.

Bij de bespreking van de wijze waarop de onzuiverheid van de beurskoers kan worden aangetoond (§ 5.2), ben ik niet ingegaan op de vraag welke eisen moeten worden gesteld aan de onderbouwing van het verloop van de hypothetische prijslijn. Deze vraag is slechts te beantwoorden in het licht van de concrete omstandigheden van het geval en het processuele debat dat tussen partijen plaatsvindt (indien de onzuiverheid in de beurskoers door verweerders niet (voldoende) wordt betwist, staat zij uiteraard vast). Een redelijke mate van waarschijnlijkheid is voldoende om een csqn-verband aan te nemen (§ 5.3.1). Aangezien het gaat om een hypothetische situatie mogen mijns inziens geen al te hoge eisen worden gesteld.⁹¹

Indien de belegger enkel stelt dat de koers daalde c.q. steeg als gevolg van het bekend worden van de waarheid, kan het causaal verband tussen de koersbeweging en de corrigerende mededeling waarschijnlijk eenvoudig worden betwist door de aangesproken partijen (evidente gevallen van misleiding/fraude daargelaten). Een koersbeweging is immers een normaal verschijnsel op de beurs en kan heel goed door externe factoren zijn veroorzaakt. De belegger zal dan bewijs moeten leveren van zijn stelling, hetgeen vooral zal moeten geschieden met behulp van een event-study. De belegger doet er naar mijn oordeel verstandig aan om reeds in de fase van het stellen van feiten een event-study te overleggen waaruit een *residuele* koersreactie blijkt. In het Amerikaanse recht is door verschillende rechters in *class actions* zelfs geoordeeld dat een event-study of vergelijkbare statistische analyse noodzakelijk is om te beoordelen of de prijsbeweging *material* is, en indien dit het geval is, het gedeelte te kwantificeren dat toe te schrijven is aan de bekendwording van de waarheid.⁹² Door middel van een event-study wordt vaak het bewijs geleverd van zowel materialiteit van de misleiding als het causaal verband. Ten slotte vormt

89 Het bewijs van de causaliteitsschakel transactiecausaliteit valt hierdoor bij een misleidend positieve voorstelling van zaken gedeeltelijk samen met de tweede schakel van het csqn-verband (zie hierna § 5.3.3).

90 Evenzo Pijls 2009b, p. 191–192.

91 Evenzo Pijls 2009c, p. 139, die ook nog betekenis toekent aan de strekking van de geschonden norm bij de bewijswaarderingsmaatstaf. Ik begrijp hem aldus dat hogere eisen kunnen worden gesteld indien wordt gekeken naar de schadepost gederfde winst bij alternatieve aanwending van het (te veel betaalde) bedrag. Dit is echter niet aan de orde waar het gaat om de vraag of de koers was beïnvloed op het moment van de beleggingstransactie.

92 In re Executive Telecard, Ltd. Sec. Litig., 979 F.Supp. 1021, 1024–26 (S.D.N.Y. 1997); In re Imperial Credit indus., Inc. Sec. Litig., 252 F. Supp. 2d 1005, 1014–15 (C.D. Cal. 2003).

een event-study de basis voor de begroting van de schade.⁹³ Hierboven (§ 5.2.3.a–c) ben ik ingegaan op de drie onderdelen van een event-study: (i) het vaststellen van een event window, (ii) de berekening van het abnormale rendement, (iii) het testen van de (statistische) significantie van dit abnormale rendement. Bij elk van deze stappen worden bepaalde keuzes gemaakt, die een rol zullen spelen bij de wijze waarop de rechter de event-study zal waarderen. Zo is bij het vaststellen van het begin van het event window van belang hoe snel de nieuwe informatie openbaar werd. Bij het bepalen van het abnormale rendement is van belang hoe de markt en de desbetreffende sector bewogen. Verder is relevant of de bekendwording van de waarheid samenviel met andere (nieuwe) informatie over de vennootschap, en of er aanwijzingen zijn dat er sprake was van ‘gevolgschade’ (*collateral damage*). De wijze waarop de onzuiverheid van de beurskoers vervolgens op basis van een event-study zou moeten worden gemodelleerd over de tijd, is mede afhankelijk van de inhoud van de misleidende of achtergehouden informatie. Een aanknopingspunt voor het verloop van de hypothetische prijslijn kan onder omstandigheden voorts worden gevonden in een significante (residuele) koersstijging direct nadat een misleidende mededeling werd verspreid (zie § 5.2).

Strikt genomen is het naar mijn oordeel niet noodzakelijk dat de belegger ter onderbouwing van zijn stelling dat de transactie tegen een gunstigere marktprijs zou zijn verricht, de efficiëntie van de markt aantoont. Het ligt op de weg van gedaagden om te betogen dat de markt *niet* efficiënt was indien de belegger voldoende onderbouwd een residuele koersreactie stelt (§ 5.4.2). Een event-study kan echter niet goed worden verricht en verantwoord indien daarin niet bepaalde veronderstellingen worden gedaan over de vraag hoe snel informatie in de koers wordt verwerkt. Praktisch gezien zal het dus toch aan de (deskundige van de) belegger zijn om in te gaan op de vraag hoe efficiënt de markt was.

Indien de door de belegger (met behulp van een event-study) gestelde onzuiverheid in de beurskoers gemotiveerd wordt betwist (§ 5.4.2), kan onduidelijkheid blijven bestaan over de vraag of de transactie tegen andere voorwaarden zou zijn verricht. In feite heeft de belegger door middel van de event-study reeds getracht bewijs aan te dragen van zijn stelling. Uitgangspunt op grond van art. 150 Rv is dat de belegger het bewijsrisico draagt. De belegger moet dus de gevolgen dragen van het niet bewezen zijn van een feit, en dat impliceert dat het bewijsrisico zich eveneens realiseert als de rechter geen duidelijkheid kan verkrijgen over een feit (een ‘non liquet’). Gelet op de moeilijkheden bij de beoordeling van elkaar tegensprekende partijdeskundigen (een ‘battle of the experts’), kan de rechter overigens wel ambtshalve (of op verzoek van een partij) een onafhankelijke deskundige benoemen (art. 194 Rv).⁹⁴

93 Dunbar & Heller 2006, p. 469–470.

94 Zie ook Pijls 2009c, p. 137.

In het World Online-arrest⁹⁵ lijkt de Hoge Raad in geval van een misleidend prospectus in beginsel causaal verband te eisen tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.⁹⁶ Voor schending van andere informatieverplichtingen geldt waarschijnlijk hetzelfde. Voor slechts een deel van de gehele verzameling beleggers die de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs zou hebben verricht, zal aan deze eis voldaan zijn. Wel wordt dit causaal verband voorshands aangenomen, indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat (§ 5.3.2.d).⁹⁷ Ik vermoed dat de Hoge Raad de vraag of de marktprijs gunstiger zou zijn geweest plaatst in de sleutel van de vraag of er schade is geleden (waarvoor naar zijn oordeel in beginsel de gewone bewijsregels gelden).

Beleggingstransactie zou niet zijn verricht

De belegger kan ook stellen dat de transactie zonder de misleidende voorstelling van zaken door hem *niet zou zijn verricht* (tegen de dan geldende marktprijs, ook al zou deze gunstiger zijn geweest). Inzicht is vereist in de overwegingen die de belegger destijds heeft gehad om het desbetreffende effect te kopen of verkopen. Indien de belegger had gekozen voor ‘vrije hand’-vermogensbeheer, zal het gaan om de overwegingen van de vermogensbeheerder, die vervolgens toegerekend kunnen worden aan de belegger.

Een verklaring van de belegger zelf omtrent zijn overwegingen, bijvoorbeeld in een partijgetuigenverhoor of op papier, zal enig licht kunnen werpen op de aannemelijkheid van de stelling.⁹⁸ Een verklaring omtrent door haar te bewijzen feiten kan echter geen bewijs opleveren in het voordeel van de partij die haar aflegde (art. 179 lid 4 Rv). Andere getuigenverklaringen kunnen dan van belang zijn. Verder valt nog te denken aan opgenomen telefoongesprekken met een orderlijn of met adviseurs, of gespreksaantekeningen en -bevestigingen van de medewerkers van de beleggingsonderneming die beleggingsdiensten verleent aan de belegger.⁹⁹ Bij het ontbreken van zulk bewijs kan het beleggingsgedrag en -profiel van de belegger licht werpen op zijn beweegredenen, of de rechter kan zelf een conclusie trekken op basis van algemene kennis omtrent de gebruikelijke redenen om op een bepaalde manier te handelen.¹⁰⁰

95 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

96 Deze eis wordt naar mijn oordeel overigens door de Hoge Raad ten onrechte gesteld en in de sleutel van het csqn-verband geplaatst, voor zover de belegger aanvoert dat de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs zou zijn verricht. Zie § 2.5.3.b en § 4.5.2.b en § 4.5.2.g.

97 Voor transacties op de primaire markt neemt de Hoge Raad aan dat de aankooptransacties *niet* tot stand zouden zijn gekomen, voor de secundaire markt dat de transacties *niet of niet tegen dezelfde voorwaarden* tot stand zouden zijn gekomen.

98 Vgl. Hart & Honoré 1985, p. 56, 411.

99 Vgl. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 294–298. De belegger zal onder omstandigheden op grond van art. 843a en 843b Rv de beleggingsonderneming kunnen dwingen tot het overleggen van relevante stukken.

100 Vgl. Hart & Honoré 1985, p. 56–57, 411.

Het zal in de praktijk doorgaans erg lastig zijn om aan te tonen dat zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk mede het gevolg is geweest van kennisneming van de misleidende informatie (direct, door lezing van de misleidende passage(s)), of indirect via een tussenpersoon of berichten in de media). In geval van een omissie lijkt het nog moeilijker aan te tonen dat de belegger zonder de onrechtmatige gedraging de effecten niet zou hebben gekocht of verkocht. Daarbij dient voorts nog te worden bedacht dat de marktprijs zonder de misleiding mogelijk gunstiger zou zijn geweest, hetgeen de onaantrekkelijkheid van de transactie vermindert en de geloofwaardigheid van de stelling dat de transactie geheel niet zou zijn verricht, ondermijnt. Hierna wordt onderzocht of en hoe de bewijslast van de belegger onder omstandigheden kan worden verlicht (§ 5.3.2.b e.v.).

Beleggingstransactie zou tegen een gunstigere marktprijs of geheel niet zijn verricht

Het is denkbaar dat een belegger in een procedure voor beide ankers tegelijk gaat liggen, door te stellen dat hij de transactie tegen een gunstigere marktprijs, dan wel in het geheel niet zou hebben verricht. Primair zou bijvoorbeeld gesteld kunnen worden dat de transactie zonder de misleiding geheel niet zou zijn verricht (tegen de dan geldende marktprijs), subsidiair dat de transactie tegen een gunstigere marktprijs zou zijn verricht. De belegger zou deze wijze van inkleding van de vordering kunnen kiezen indien hij meent op basis van de primaire grondslag een hogere schadevergoeding te kunnen eisen dan op basis van de subsidiaire, maar niet zeker is dat hij zal slagen in het bewijs van de primaire grondslag.¹⁰¹ Het is immers ex post – na bekendwording van de waarheid – zeer moeilijk aan te tonen hoe de belegger gehandeld zou hebben (dat wil zeggen, welke vorm van transactiecausaliteit van toepassing is). De beleggingsbeslissing lag in het verleden en speelde zich af in het hoofd van de belegger. In het beste geval kan achteraf worden bepaald dat de belegger met een kans van X de transactie tegen de dan geldende marktprijs zou hebben verricht, en met een kans van $(1 - X)$ de transactie niet zou hebben verricht. Indien de primair/subsidiar-constructie wordt gekozen, zal de primaire vorderingsgrondslag niet komen vast te staan als $X > 0,5$. Het is dan waarschijnlijker dat de belegger de transactie zou hebben verricht dan dat hij de transactie niet zou hebben verricht. De procedure zal dan worden voortgezet op basis van de subsidiaire grondslag. Wat het bewijs van de subsidiaire grondslag betreft verwijs ik naar hetgeen ik hierboven opmerkte bij de situatie dat de belegger (slechts) stelt dat de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs tot stand zou zijn gekomen.

¹⁰¹ Gedacht zou kunnen worden aan de schadepost gederfde winst (op een ander beleggingsobject) die slechts kan worden opgevoerd als de transactie niet zou zijn verricht. Overigens betoog ik dat gederfde winst op grond van art. 6:98 BW in beginsel niet voor vergoeding in aanmerking komt.

De belegger hoeft naar mijn oordeel geen primair/subsidiar-constructie te kiezen. Hij kan simpelweg stellen dat hij de transactie geheel niet, dan wel tegen een gunstigere marktprijs zou hebben verricht.¹⁰² De rechter is niet gedwongen om te kiezen voor één van beide modaliteiten. Met behulp van de kans *X* kan later eventueel een gemiddelde schadeomvang worden bepaald (§ 5.3.4.a). De schade die in een csqn-verband staat met de misleiding is namelijk verschillend voor beide vormen van transactiecausaliteit (§ 4.4.1 en § 4.4.2).

b. Verlichting van de bewijslast; inleiding

Het is de vraag of het onder alle omstandigheden redelijk is om de belegger te belasten met het bewijs van de causaliteitsschakel transactiecausaliteit. Dit wordt fraai verwoord door de Supreme Court in de zaak *Basic v. Levinson*:

“requiring a plaintiff to show a speculative state of facts, i.e., how he would have acted if omitted material information had been disclosed (...) or if the misrepresentation had not been made, (...) would place an unnecessarily unrealistic evidentiary burden on the Rule 10b-5 plaintiff who has traded in an impersonal market.”

Ook de Hoge Raad heeft in het recente *World Online*-arrest¹⁰³ erkend dat het bewijs van (de eerste schakel van) het csqn-verband problematisch is (r.o. 4.11.1):

“In beginsel draagt de belegger (...) ook de stelplicht en bewijslast ter zake van het *condicio sine qua non*-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch, omdat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden, terwijl bovendien vaak niet valt aan te tonen dat hij daadwerkelijk heeft kennisgenomen van de misleidende mededeling, laat staan dat hij daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed. Die beïnvloeding kan ook indirect hebben plaatsgehad, doordat de belegger is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door de misleidende mededeling in het leven zijn geroepen.”

De Hoge Raad oordeelt ter zake van prospectusaansprakelijkheid dat door de bewijsproblemen de (door de Prospectusrichtlijn) beoogde bescherming van beleggers in de praktijk illusoir kan worden.

Hieronder zal worden onderzocht hoe naar Nederlands en Amerikaans recht de bewijslast van de belegger kan worden verlicht. Bij beantwoording van de vraag of, en zo ja hoe de bewijslast van de belegger moet worden verlicht, lijkt het mij van belang om onderscheid te maken tussen de twee manieren waarop een belegger zijn vordering ter zake van het causaal verband processueel kan inkleden. Als een belegger stelt dat hij de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere

¹⁰² Niet mogelijk is uiteraard de stelling dat de transactie niet *en* niet tegen dezelfde voorwaarden zou zijn verricht. De mogelijkheden zijn wederzijds uitsluitend.

¹⁰³ HR 29 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

marktprijs zou hebben verricht, is een verlichting van de bewijslast ter zake van het csqn-verband naar mijn oordeel in beginsel¹⁰⁴ niet nodig. De belegger moet de onzuiverheid in de beurskoers aantonen op het moment van de transactie, en die laat zich in beginsel objectief (schattenderwijs) vaststellen.¹⁰⁵ Mijn inziens gelden geen strengere eisen om (rechten) causaal verband aan te nemen, zoals de eis dat de belegger de misleidende passage moet hebben gelezen, of moet zijn afgegaan op adviezen van een tussenpersoon of berichten in de media (§ 4.5.2). Indien het World Online-arrest echter aldus moet worden uitgelegd dat steeds causaal verband vereist is tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing voor een aanspraak op schadevergoeding, is een verlichting van de bewijslast evenwel ook gewenst voor het geval dat de belegger aanvoert dat hij de aankoop had verricht tegen een gunstigere marktprijs. Een verlichting van de bewijslast is naar mijn oordeel tevens gewenst als een belegger stelt dat hij transactie zonder de misleiding geheel niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs), gelet op de door de Hoge Raad terecht geconstateerde bewijsproblemen. Zie voor de gevolgen van een verlichting van de bewijslast voor het begroten van de schadeomvang § 5.3.4.

Naar Nederlands recht zijn er verschillende mogelijkheden om een belegger die in een lastige bewijspositie verkeert te hulp te komen.¹⁰⁶ In de eerste plaats is de rechter in beginsel vrij in de waardering van het bewijs (art. 152 lid 2 Rv).¹⁰⁷ De rechter kan voorts op grond van de redelijkheid en billijkheid of op grond van een bijzondere regel voor een andere verdeling van de bewijslast kiezen (art. 150 Rv). Ook door een *vermoeden* kan de bewijslast van een belegger worden verlicht.¹⁰⁸ Van een vermoeden spreekt men als uit een vaststaand feit – bijvoorbeeld een koersreactie – een ander, niet-vaststaand feit – dat de belegger de transactie zonder de misleiding niet (tegen dezelfde voorwaarden) zou hebben verricht – wordt afgeleid. Een vermoeden kan worden ontzenuwd door het leveren van tegenbewijs door degene ten nadele van wie dit vermoeden werkt. Men kan dus niet spreken van een omkering van het bewijsrisico.¹⁰⁹ In de literatuur worden vier verschillende soorten

104 Zie hierna (§ 5.3.2.e) echter nog het geval waarin de markt niet efficiënt is. In die situatie kan leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid mogelijk een rol zou kunnen spelen bij deze modaliteit van transactiecausaliteit.

105 Niet van belang is tegen welke prijs de belegger de transactie de belegger had willen verrichten zonder de misleiding, aangezien de marktprijs voor hem een gegeven is.

106 Vgl. Snijders, Klaassen & Meijer 2007, nr. 215.

107 Hierbij is het overigens niet de bedoeling dat als er na bewijsoverlevering nog gerede twijfel bestaat over de gang van zaken, de rechter kiest voor de in zijn ogen meest aannemelijke feitenlezing. Hij dient te concluderen dat er geen duidelijkheid is en dat het opgedragen bewijs dus niet geleverd is.

108 Kritisch over de term ‘vermoeden’ is Asser 2004, nr. 44. Naar zijn oordeel heeft de term geen zelfstandig bestaansrecht, aangezien de rechter steeds de mogelijkheid heeft om bewijs langs indirecte weg geleverd te oordelen.

109 Asser 2004, nr. 35. Het vermoeden verlicht het bewijsrisico doordat bij voorbaat door middel van de rechterlijke vaststelling van de feiten waarvoor een partij het risico draagt, die partij ontheven wordt van de plicht het bewijs te leveren (de bewijsoverleveringslast). Kenmerkend voor het vermoeden is zoals gezegd dat tegenbewijs kan worden geleverd.

vermoedens onderscheiden: (i) het (weerlegbare) wettelijk vermoeden, (ii) het jurisprudentiële vermoeden, (iii) het processuele vermoeden en (iv) het (anderszins) feitelijke vermoeden.¹¹⁰ Voor het onderhavige onderzoek zijn het tweede en vierde type vermoeden van belang.

Hieronder ga ik eerst in op de zogenaamde omkeringsregel als voorbeeld van het jurisprudentiële vermoeden (§ 5.3.2.c). Vervolgens ga ik in op het feitelijke vermoeden (§ 5.3.2.d). Daarna komt het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid aan de orde (§ 5.3.2.e). In het Amerikaanse recht zijn ook bepaalde oplossingen ontwikkeld om de bewijslast van beleggers te verlichten ter zake van de eerste schakel van het causaal verband (§ 5.3.2.f–g). Ik sluit af met vergelijkingen en conclusies (§ 5.3.2.h).

c. Verlichting bewijslast; Nederlands recht; omkeringsregel

In de literatuur – die overigens dateert van voor het World Online-arrest¹¹¹ – is gewezen op de mogelijkheid voor beleggers om een beroep te doen op de ‘omkeringsregel’ om het causaal verband te bewijzen.¹¹² Deze regel houdt in dat indien door een als onrechtmatige daad aan te merken gedraging een risico ter zake van het ontstaan van schade in het leven is geroepen en dit risico zich vervolgens verwezenlijkt, daarmee het causale verband (het csqn-verband) tussen die gedraging en de aldus ontstane schade in beginsel is gegeven en dat het aan degene die op grond van de gedraging wordt aangesproken is om te stellen en te bewijzen dat die schade ook zonder die gedraging zou zijn ontstaan.¹¹³

De historische ontwikkeling van de omkeringsregel zal ik hier niet uitvoerig bespreken. Kort gezegd werd de omkeringsregel aanvankelijk toegepast bij schending van verkeers- en veiligheidsnormen, maar is daaraan later een ruimer toepassingsbereik gegeven. In zijn arresten van 29 november 2002 heeft de Hoge Raad de omkeringsregel ‘verduidelijkt’.¹¹⁴ De regel is niet beperkt tot een duidelijk afgebakende categorie van gevallen. Hij moet worden gezien als een op de redelijkheid

110 Snijders, Klaassen & Meijer 2007, nr. 214. Asser 2004, nr. 33 maakt een indeling in twee hoofdtypen: het wettelijke vermoeden en het rechterlijk of feitelijk vermoeden. Het wettelijk vermoeden is dan vervolgens te onderscheiden in het onweerlegbare en het weerlegbare vermoeden. Het rechterlijk vermoeden wordt gehanteerd in een individuele beslissing. Daarnaast heeft zich in de rechtspraak van de Hoge Raad een algemeen jurisprudentieel vermoeden ontwikkeld (de omkeringsregel) dat geldt voor bepaalde soorten gevallen.

111 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

112 Mendel 1992, p. 255–256; Strik 2007, p. 181–182; Oranje 2005, p. 294.

113 HR 29 november 2002, NJ 2004, 304 (TFS BV e.a. /NV Nederlandse Spoorwegen e.a.), r.o. 3.5.3.

114 HR 29 november 2002, NJ 2004, 304 (TFS BV e.a. /NV Nederlandse Spoorwegen e.a.); NJ 2004, 305 m.nt. W.D.H. Asser (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen). Zie voor de literatuur voorafgaand aan de novemberarresten Akkermans 2002.

en billijkheid gebaseerde uitzondering op art. 150 Rv¹¹⁵, en ziet op het csqn-verband. Voor toepassing van de omkeringsregel is alleen plaats als het gaat om schending van een norm die ertoe strekt een *specifiek* gevaar ter zake van het ontstaan van schade bij een ander te voorkomen en dit gevaar door de normschending in het algemeen aanmerkelijk wordt vergroot (specificiteitseis).¹¹⁶ De omkeringsregel vestigt een *vermoeden* van csqn-verband, waartegen tegenbewijs mogelijk is. Voor het leveren van dit tegenbewijs is voldoende dat de aangesprokene *aannemelijk* maakt dat de schade ook zonder zijn onrechtmatige gedraging zou zijn ontstaan.¹¹⁷ Ten slotte geldt dat de omkeringsregel zich niet zonder meer uitstrekt tot de *omvang* van de schade. Deze dient in beginsel door de benadeelde te worden aangetoond of aannemelijk gemaakt.¹¹⁸

Er is veel kritiek op de omkeringsregel. Asser meent dat de omkeringsregel door de specificiteitseis zoveel aan praktische betekenis heeft ingeboet dat hij zijn voornaamste zin heeft verloren.¹¹⁹ Er zijn voldoende andere mogelijkheden om de bewijspositie van de partij die volgens de hoofdregel het bewijsrisico draagt te verbeteren. De vaststelling van de strekking van de geschonden norm is daarnaast niet eenvoudig. Volgens Hartkamp kan niet worden gezegd dat de omkeringsregel de rechtszekerheid verhoogt.¹²⁰ Ik zal hieronder niettemin trachten na te gaan hoe de omkeringsregel uitwerkt in misleidingszaken. Op deze plaats merk ik reeds op dat het hanteren van een feitelijk vermoeden de voorkeur heeft (zie daarover § 5.3.2.d).

115 Asser merkt in zijn noot bij NJ 2004, 305 op dat de omkeringsregel geen betrekking heeft op omkering van het bewijsrisico en dus in zoverre niet derogert aan de hoofdregel van bewijsrisicoverdeling van art. 150 Rv. De partij die het bewijsrisico draagt moet de gevolgen dragen van het niet bewezen zijn van een feit, en dat impliceert dat dit bewijsrisico zich eveneens realiseert als de rechter geen duidelijkheid kan verkrijgen over het feit (een “non liquet”). De Hoge Raad heeft het bewijsrisico wel verlicht door in te grijpen in de bewijsleveringslast. Door het aannemen van een vermoeden is eiser ontheven van de last om het bewijs te leveren. Dit verschuiven van de bewijsleveringslast wordt in het spraakgebruik ook “omkering van de bewijslast” genoemd.

116 Deze laatste toevoeging, dat het specifieke gevaar van schade door de normschending in het algemeen aanmerkelijk wordt vergroot, keert in de ‘samenvatting’ van de omkeringsregel in de novemberarresten en in latere arresten niet meer terug. Onduidelijk is wat hiervan de reden is. Zie ook Hartkamp in zijn conclusie (nr. 14) voor HR 18 april 2003, NJ 2004, 306 m.nt. W.D.H. Asser (ACE Insurance e.a./Fino Bewaking BV).

117 Hoewel de omkeringsregel geen omkering van het bewijsrisico inhoudt, is het praktische effect van de eis dat de aansprakelijk gestelde partij het tegendeel van het csqn-verband aannemelijk moet maken wel grotendeels gelijk aan een omkering van het bewijsrisico. Zie Asser in zijn noot bij NJ 2004, 305.

118 Zie over de schadeomvang § 5.3.4. In het geval van misleiding van beleggers zie ik geen rol voor toepassing van de omkeringsregel ten aanzien van de omvang van de geleden schade. Voorwaarde voor toepassing van de omkeringsregel is mijns inziens dat een *residuele* koersreactie komt vast te staan. Maar in dat geval is het bedrag van de door de belegger zelf voldoende aannemelijk gemaakte residuele koersdaling ook meteen de maximale rechtens vergoedbare schade (per effect).

119 Asser 2004, nr. 43. Ook volgens Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 77 is het praktische belang van de omkeringsregel gering.

120 Zie Hartkamp in zijn conclusie (nr. 14) voor HR 18 april 2003, NJ 2004, 306 m.nt. W.D.H. Asser (ACE Insurance e.a./Fino Bewaking BV).

In de World Online-zaak¹²¹ past de Hoge Raad deze constructie ook toe. Daarmee is het praktisch belang van de omkeringsregel in misleidingszaken naar mijn oordeel sterk teruggedrongen.

Strekt norm tot voorkomen van een specifiek gevaar?

Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat bij schending van een algemeen geformuleerde norm in beginsel geen plaats is voor toepassing van de omkeringsregel.¹²² Bij algemeen geformuleerde verkeersnormen en algemene (geschreven of ongeschreven) veiligheidsnormen is de regel wel van toepassing.¹²³ Daarnaast kan worden opgemerkt dat uit algemeen geformuleerde normen vaak een meer toegepitste, op het voorkomen van specifieke schade gerichte norm is af te leiden. In dat geval kan de omkeringsregel toch toepassing vinden.¹²⁴ De Hoge Raad heeft zich ook uitgelaten over de toepasselijkheid van de omkeringsregel bij schending van informatieverplichtingen (de 'informed consent'-gevallen). Schending door een arts van de verplichting om de patiënt voorafgaand aan een operatie op duidelijke wijze in te lichten over de risico's van de voorgestelde behandeling, strekt volgens de Hoge Raad niet tot bescherming tegen het optreden van die risico's, maar tot bescherming van het zelfbeschikkingsrecht.¹²⁵ In dezelfde lijn oordeelde de Hoge Raad onlangs in het geval van een advocaat die had verzuimd zijn cliënt te informeren over eventuele schadeclaims, alvorens een nog niet onherroepelijk geworden vonnis te executeren.¹²⁶ De verplichting van de advocaat zijn cliënt ter zake van de risico's adequaat te informeren, strekt ertoe hem in staat te stellen goed geïnformeerd te beslissen. Het strekt niet tot bescherming tegen de risico's die voortvloeien uit het treffen van rechtsmaatregelen, aldus de Hoge Raad. Onlangs is de omkeringsregel wel toegepast door de Commissie van Beroep DSI.¹²⁷ Een beleggingsonderneming was tekort geschoten in de door haar jegens haar cliënt in acht te nemen zorg door na te laten (schriftelijk) te *waarschuwen* voor het risico van beleggen in opties. Volgens de beroepscommissie heeft de beleggingsonderneming een norm geschonden die ertoe strekte het specifieke gevaar te voorkomen dat de cliënt, hoewel hij de risico's van het beleggen in opties in het algemeen kende, zich opnieuw zou begeven in het doen van beleggingen waaraan voor hem te grote risico's waren verbonden, en dat hierdoor schade zou ontstaan. Door het schenden

121 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

122 HR 19 maart 2004, NJ 2004, 307 m.nt. W.D.H. Asser (slapende patiënt). Het ging hier om art. 7:453 BW, betreffende de verplichting van een arts om de zorg van een goed hulpverlener in acht te nemen.

123 Zie bijvoorbeeld HR 24 september 2004, NJ 2005, 466 m.nt. W.D.H. Asser (Stad Rotterdam/Stam); HR 8 april 2005, NJ 2005, 284 (Aydin/X); HR 25 november 2005, NJ 2007, 141 m.nt. C.J.H. Brunner (Eurosportief/Wesselink); HR 17 december 2004, NJ 2006, 147 m.nt. C.J. H. Brunner (Hertel/Van der Lugt).

124 Zie voor een voorbeeld HR 7 december 2007, NJ 2007, 644 (beroepsfout bij bevalling).

125 Zie HR 23 november 2001, NJ 2002, 387.

126 HR 2 februari 2007, NJ 2007, 92 (Juresta Nederland BV).

127 KCHB 31 maart 2009, nr. 369.

van deze norm is dit gevaar aanmerkelijk vergroot en heeft het zich verwezenlijkt. Daarmee is volgens de beroepscommissie het csqn-verband tussen het niet geven van de waarschuwing en de door belanghebbende geleden schade in beginsel gegeven. Recentelijk heeft Pijls betoogd dat het onderscheid tussen (schending van) een *informatieplicht* en een *waarschuwingplicht* van belang zou kunnen zijn voor de toepasselijkheid van de omkeringsregel. In de ‘informed consent’-arresten zou het gaan om schending van een informatieplicht. Hiermee is echter nog niet gezegd dat de omkeringsregel toepassing mist bij schending van een waarschuwingplicht.¹²⁸ Hoewel het onderscheid tussen beide typen verplichtingen mij niet altijd gemakkelijk lijkt te maken, zou op die manier wel de uitspraak van de beroepscommissie DSI kunnen worden verklaard.

De norm die wordt geschonden in misleidingszaken is dat het beleggende publiek juist, volledig en tijdig moeten worden geïnformeerd, anders gezegd, dat de uitgevende instelling geen misleidende voorstelling van zaken geeft.¹²⁹ Ten aanzien van de strekking van de norm kunnen verschillende aspecten worden onderscheiden. Zo valt in de Prospectusrichtlijn te lezen dat de norm ertoe strekt dat beleggers in staat worden gesteld beleggingsrisico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.¹³⁰ In het verlengde hiervan blijkt uit de Prospectus- en Transparantierichtlijn dat de norm ertoe strekt beleggers te beschermen, het vertrouwen van beleggers in de effectenmarkt te vergroten en de marktefficiëntie (een goede prijsvorming) te bevorderen.¹³¹ Ik vermeld voorts dat de wet uitdrukkelijk civielrechtelijke aansprakelijkheid in het vooruitzicht stelt als sanctie op misleidende handelspraktijken, misleidende reclame en misleidende verslagen (art. 6:193a–j, 6:194–195, 2:139 en 2:150 BW). De wetgever voorziet dat schending van de wettelijke informatieverplichtingen vermogensschade tot gevolg kan hebben en is kennelijk van mening dat de norm om beleggers niet te misleiden ook strekt tot voorkoming van vermogensschade.

Gelet op de rechtspraak van de Hoge Raad over de ‘informed consent’-problematiek kan betwijfeld worden of de omkeringsregel van toepassing is in

128 Pijls 2009a, p. 174, die hierbij ingaat op de casus van het Dicky Trading II-arrest (HR 26 januari 1996, NJ 1996, 607).

129 Strik 2007, p. 182 formuleert het in de context van art. 2:139/150 BW aldus dat de norm is om geen misleidende verslaggeving te publiceren.

130 Zie voor deze formulering bijvoorbeeld ov. 10 van de considerans van de Prospectusrichtlijn (nr. 2003/71/EG).

131 Zie de considerans van de Prospectusrichtlijn (nr. 2003/71/EG): “Deze richtlijn en de maatregelen ter uitvoering ervan hebben ten doel de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen (...) Deze informatie vormt tevens een doeltreffend middel om het vertrouwen in effecten te versterken en draagt aldus bij tot de goede werking en de ontwikkeling van de effectenmarkten”. Zie voorts de considerans van de Transparantierichtlijn (nr. 2004/109/EG): “De openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen wekt een duurzaam vertrouwen bij beleggers en maakt het mogelijk zich een verantwoord oordeel te vormen over de resultaten en het vermogen van deze uitgevende instellingen. Dit komt zowel de beleggersbescherming als de marktefficiëntie ten goede.”

misleidingszaken. De norm om beleggers tijdig, juist en volledig te informeren strekt er volgens de Prospectusrichtlijn immers mede toe om beleggers in staat te stellen beleggingsrisico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen. Deze formulering doet sterk denken aan de door de Hoge Raad genoemde strekking van normen in de 'informed consent'-zaken om de benadeelde in staat te stellen goed geïnformeerd te beslissen. Het gaat ook niet om schending van waarschuwingsplichten, zoals het geval dat door de Commissie van Beroep DSI werd beoordeeld. Een relevant verschil tussen de 'informed consent'-zaken en misleidingszaken, is wellicht dat de informatie/voorlichting die niet is gegeven in eerstgenoemde zaken anders dan in laatstgenoemde zaken zelf niet van invloed is op de kans dat risico's zich verwezenlijken. De informatie dat bij een operatie kans bestaat op de verwezenlijking van bijvoorbeeld trombose, is niet van invloed op de kans dat de trombose bij uitvoering van de operatie ook zal ontstaan. De kans op het ontstaan van trombose wordt slechts beïnvloed door de keuze van de patiënt om de operatie wel (dan kans op trombose) of niet (dan geen trombose) te ondergaan. Daarentegen geldt in misleidingszaken dat materiële informatie zelf van invloed is op de prijs (door tussenkomst van de markt). Het *niet* verschaffen van de informatie is dus ook van invloed op de prijs. Schade als gevolg van de normschending kan niet alleen ontstaan indien de belegger bij een juiste voorstelling van zaken van aankoop had afgezien, maar ook als hij dan wel had gekocht, omdat hij een kunstmatig hoge prijs betaalt.¹³²

In het licht van de doelstelling van informatieverplichtingen om een goede prijsvorming te bevorderen en de uitdrukkelijke wettelijke aansprakelijkheidsgronden, acht ik het niet onverdedigbaar dat de norm om beleggers adequaat te informeren ertoe strekt een specifiek gevaar te voorkomen dat de belegger een transactie verricht tegen een onzuivere beurskoers (en daardoor schade lijdt).¹³³ Door de normschending wordt het gevaar op het ontstaan van dit type vermogensschade aanmerkelijk vergroot. Ik zou menen dat de verplichting om het beleggende publiek juist, volledig en tijdig te informeren niet specifiek strekt tot bescherming tegen het gevaar van vermogensschade door verwezenlijking van *algemene* beleggingsrisico's na aankoop van desbetreffende effecten (die los staan van de misleidende voorstelling van zaken). Men kan ook niet zeggen dat het gevaar op het ontstaan van schade door verwezenlijking van algemene beleggingsrisico's door de normschending aanmerkelijk wordt vergroot. Een belegger kan dus bijvoorbeeld niet zeggen dat de norm om de markt adequaat te informeren specifiek strekt tot bescherming tegen iedere waardedaling ten opzichte van de aankoopprijs. Men zou nog kunnen twijfelen of de norm van art. 5:25i Wft om koersgevoelige informatie

132 Hieruit blijkt overigens ook de overbodigheid van de door de Hoge Raad gestelde eis dat er causaal verband moet bestaan tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing (en de overbodigheid van de omkeringsregel), zie § 5.3.2.b.

133 Ook Strik 2007, p. 182 neemt in het kader van aansprakelijkheid op grond van art. 2:139/150 BW aan dat de norm strekt tot het voorkomen van een specifiek gevaar.

onverwijld openbaar te maken ertoe strekt een specifiek gevaar van vermogensschade te voorkomen. Deze norm, die voortvloeit uit de Richtlijn Marktmissbruik¹³⁴, strekt primair tot voorkoming van handel met voorwetenschap. Indien wordt aangenomen dat deze norm er mede toe strekt een zuivere prijsvorming te bevorderen (§ 2.6.4), zou wellicht betoogd kunnen worden dat ook deze norm beschermt tegen het specifieke gevaar van vermogensschade door onzuivere prijsvorming.

Ter zake van het bovenstaande bestaat er naar mijn oordeel geen verschil tussen de positie van de uitgevende instelling, haar functionarissen of begeleidende banken (in geval van een misleidend emissieprospectus) als gedaagden, aangenomen dat hun onrechtmatig handelen vaststaat. Deze partijen dragen dan immers verantwoordelijkheid voor de inhoud van het misleidende bericht c.q. het niet tijdig informeren van beleggers.

De omkeringsregel is door de Hoge Raad niet van toepassing geacht op accountants in het Vie d'Or-arrest¹³⁵. In deze zaak ging het om de aansprakelijkheid van accountants voor handelen in strijd met de zorgvuldigheid die deze jegens oud-polishouders van levensverzekeraar Vie d'Or in acht hadden dienen te nemen. De door accountants overtreden norm strekte volgens het hof niet specifiek tot het voorkomen van insolventie van Vie d'Or. Zij hadden gehandeld in strijd met de algemene norm dat de accountant moet handelen in overeenstemming met de op hem rustende verantwoordelijkheid voortvloeiende uit de voor accountants geldende professionele standaard. De Hoge Raad sanctioneert het oordeel van het hof. Niet geheel duidelijk is of in het verlengde hiervan de omkeringsregel niet opgaat als beleggers de accountant aanspreken wegens het op onzorgvuldige wijze afgeven van een goedkeurende verklaring bij een misleidende jaarrekening (die onzuivere prijsvorming tot gevolg heeft). A-G Timmerman merkt in zijn conclusie voor de Vie d'Or-zaak op dat de controlerende en informerende taken van een accountant ruimere doeleinden hebben dan het voorkomen van insolventie, bijvoorbeeld dat het bestuur verantwoording aflegt over de grootte en samenstelling van het vermogen van de vennootschap.¹³⁶ De door de accountant overtreden norm strekt zo gezien mogelijk ook niet specifiek tot bescherming tegen het gevaar van vermogensschade bij het beleggende publiek. Hiertegenin kan worden gebracht dat volgens het Vie d'Or-arrest derden mogen verwachten dat de informatie zoals deze door openbaarmaking van de jaarrekening en een goedkeurende verklaring naar buiten komt naar het inzicht van de accountant kort gezegd een getrouw beeld geeft van de toestand van de vennootschap. Ook derden moeten volgens de Hoge Raad hun gedrag kunnen afstemmen op die informatie en bij het nemen of handhaven van hun (financiële) beslissingen kunnen vertrouwen dat het gepresenteerde beeld niet misleidend is. In zoverre zou ik geneigd zijn te denken dat de door

¹³⁴ Richtlijn 2003/6/EG.

¹³⁵ HR 13 oktober 2006, JOR 2006/296 m.nt. H. Beckman.

¹³⁶ Zie concl. nr. 4.2 bij HR 13 oktober 2006, JOR 2006/296 m.nt. H. Beckman.

de accountant overtreden norm wel specifiek strekt tot bescherming tegen het gevaar van schade door onzuivere prijsvorming op de beurs naar aanleiding van een misleidende jaarrekening, terwijl de norm niet strekt tot bescherming tegen het gevaar van schade door insolventie.

De verwezenlijking van het specifieke gevaar/risico

Hoe werkt de omkeringsregel nu concreet uit, indien deze in misleidingszaken inderdaad kan worden toegepast? Als gezegd moet een specifiek risico ter zake van het ontstaan van schade in het leven zijn geroepen en *dit* specifieke risico zich vervolgens hebben verwezenlijkt. Het is aan de eiser om dit laatste te stellen en bij betwisting *aannemelijk*¹³⁷ te maken.

Volgens Hartkamp ligt het voor de hand aan te nemen dat naarmate het specifieke gevaar waartegen de norm beschermt ruimer omschreven kan worden, de gelaedeerde gemakkelijker aannemelijk kan maken dat dit gevaar zich heeft verwezenlijkt.¹³⁸

In de zaak Ter Hofte/Oude Monnik Motors was het gevaar bijvoorbeeld heel specifiek. De eigenaar van een motorfiets – Ter Hofte – kwam tijdens een toertocht ten val. Voor de daaruit voortvloeiende schade houdt de eigenaar de professionele reparateur van de motorfiets aansprakelijk, welke aansprakelijkheid hij, kort samengevat, heeft gebaseerd op de stelling dat een reparatie aan de oliekoeler niet goed is uitgevoerd, waardoor tijdens het rijden olie uit de koeler is gaan lekken, welke olie de grip van het achterwiel zo heeft verminderd dat de motor is gaan slippen en hij ten val is gekomen. De reparateur heeft, behoudens de val, de door de eigenaar gestelde gang van zaken op alle punten betwist. Hij betwist dus *enerzijds* dat als gevolg van de gebrekkige reparatie een dusdanige hoeveelheid olie uit de koeler met het loopvlak van de achterband in aanraking is gekomen dat daardoor het risico in het leven is geroepen dat Ter Hofte met zijn motor zou slippen (risico op slipgevaar), en *anderzijds* dat Ter Hofte door slippen ten val is gekomen (verwezenlijking van het risico). Volgens de Hoge Raad brengt dit met zich mee dat niet alleen niet vast staat of de aan de reparateur verweten gedraging een risico ter zake van het ontstaan van schade in het leven heeft geroepen, maar evenmin of, in het bevestigende geval, dit risico zich vervolgens heeft verwezenlijkt. De omkeringsregel is dan niet van toepassing. Het risico wordt door de Hoge Raad hier dus eng uitgelegd als het risico op slippen, in plaats van bijvoorbeeld het risico op een

137 Asser merkt in zijn noot bij NJ 2004, 305 dat de Hoge Raad spreekt van aannemelijk maken (in plaats van bewijzen) in verband met de bewijsvoering ten aanzien van het bestaan van schade in het algemeen. Voor toewijzing van schadevergoeding is voldoende dat feiten worden gesteld en komen vast te staan waaruit in het algemeen het geleden zijn van schade kan worden afgeleid. De rechter mag dan, mede in aanmerking genomen de aard van de schade, zonder nader bewijs aannemelijk achten dat schade is geleden. In het kader van een procedure met betrekking tot de aansprakelijkheid valt de vraag naar het bestaan van schade grotendeels samen met de causaliteitsvraag, althans staat in nauw verband daarmee. Het ligt dan voor de hand dat de bewijswaarde-ringsmaatstaf dezelfde is en die maatstaf bepaalt de maatstaf voor de bewijssleveringslast.

138 Zie de conclusie van Hartkamp (nr. 7) bij HR 8 april 2005, NJ 2005, 284 (Aydin/X e.a.).

ongeval. Omdat het gevaar heel specifiek was, stond de enkele (geadstrueerde) mogelijkheid van andere oorzaken al in de weg aan het aannemelijk zijn dat dit specifieke gevaar zich had verwezenlijkt.¹³⁹

Gelet op hetgeen ik in het kader van de specificiteitseis heb opgemerkt, meen ik dat het risico dat zich moet verwezenlijken bij schadeclaims van beleggers een *residuele* koersreactie¹⁴⁰ is door bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap. Hieruit blijkt dat beleggers *daadwerkelijk* aan- en verkoopbeslissingen hebben genomen op grond van een onjuiste voorstelling van zaken. Een nadelige koersbeweging *sec* is in beginsel niet voldoende, aangezien de koers dagelijks op en neer beweegt, en daarmee onvoldoende aannemelijk wordt dat de koers was beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken.¹⁴¹ De koersbeweging moet buiten de bandbreedte van ‘normale’ dagelijkse koersschommelingen vallen. De nadelige koersbeweging moet niet zijn veroorzaakt door markt- of industriefactoren of ander nieuws dat de vennootschap bekend maakte, omdat de overtreden norm niet strekt tot bescherming tegen die risico’s. Eerst dan kan men namelijk werkelijk zeggen dat het specifieke gevaar waartegen de norm beoogt te beschermen, zich heeft verwezenlijkt. Gelet op het bovenstaande, zal een event-study doorgaans nodig zijn om een geslaagd beroep op de omkeringsregel te kunnen doen. In evidente gevallen van misleiding zal echter op grond van een visuele inspectie van het koersverloop reeds kunnen worden vastgesteld dat de koers beïnvloed was door de misleidende voorstelling van zaken.

d. Verlichting bewijslast; Nederlands recht; feitelijk vermoeden

Van een feitelijk vermoeden wordt gesproken als de rechter, tegen de achtergrond van de hem toekomende vrijheid in het kader van de bewijswaardering, op basis van in een procedure gestelde en gebleken (hulp)feiten de aanwezigheid van een ander, voor toewijzing van het beoogde rechtsgevolg relevant feit aanneemt, behoudens tegenbewijs.¹⁴² In misleidingszaken zou op ten minste drie manieren een feitelijk vermoeden kunnen worden geconstrueerd ten aanzien van de stelling dat er causaal verband bestaat tussen de misleiding en de aan- of verkoopbeslissing. In de eerste plaats via het bewijs van het onrechtmatig handelen (de misleidende voorstelling van zaken). Daarnaast via het bewijs van het onrechtmatig handelen in combinatie met het bewijs dat de markt efficiënt is. En ten slotte via het bewijs van het onrechtmatig handelen in combinatie met het bewijs dat de prijsvorming van het effect is beïnvloed. Ik licht hieronder de drie mogelijkheden achtereenvolgens toe.

139 Zie Hartkamp in zijn conclusie (nr. 7) bij HR 8 april 2005, NJ 2005, 284 (Aydin/X e.a.).

140 De koersreactie gecorrigeerd voor niet aan (de bekendwording van) de waarheid gerelateerde informatie, zoals algemeen-economische, sector-specifieke en overige bedrijfsspecifieke informatie die op hetzelfde moment bekend wordt.

141 Volgens Strik 2007, p. 182 is er ruimte voor toepassing van de omkeringsregel indien er direct na een corrigerende mededeling een koersbeweging heeft plaatsgevonden. Dit lijkt mij alleen in evidente gevallen van misleiding juist.

142 Snijders, Klaassen & Meijer 2007, nr. 214.

Vermoeden op basis van onrechtmatig handelen

Bij de behandeling van de Wet oneerlijke handelspraktijken is aan de orde gekomen dat in het criterium van misleiding het causaliteitslement is geïntegreerd (§ 2.3.2.b). De minister merkt over het causaliteitslement bij de behandeling van het wetsvoorstel het volgende op:¹⁴³

“Een consument koopt een televisie die volgens de reclame “op de toekomst is voorbereid.” Al snel blijkt dat niet het geval te zijn omdat de beeldkwaliteit die met de digitale televisie behaald zou kunnen worden met deze televisie niet kan worden bereikt. *De consument kan in dat geval stellen dat de onjuiste of onvolledige mededeling de koop als het ware heeft veroorzaakt. Of er een causaal verband is tussen de mededeling en de koop behoeft de consument niet aan te tonen.* Wanneer de rechter oordeelt dat de mededeling misleidend is, is daarmee het handelen van de openbaarmaking onrechtmatig. Dat brengt mij tot de conclusie dat het causaliteitsvereiste in deze regel is geïntegreerd.” [cursivering BdJ]

A-G Timmerman wijst er in zijn conclusie voor de World Online-zaak¹⁴⁴ op dat het voor de hand ligt om aan te nemen dat de minister een voorshands bewijsvermoeden ter zake van het causale verband op het oog heeft gehad.¹⁴⁵ Deze visie komt erop neer dat de maatman-belegger ter zake van het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing als model wordt genomen voor de individuele belegger.¹⁴⁶ Indien de maatman-belegger de transactie niet (tegen dezelfde voorwaarden) zou hebben willen verricht, wordt voorshands aangenomen dat dit ook voor de individuele belegger geldt. De Hoge Raad erkent in de World Online-zaak als gezegd de bewijsproblemen waarvoor een belegger zich gesteld ziet ter zake van het causaal verband tussen de misleiding en de aankooptransactie (§ 5.3.2.b). Hij overweegt ter zake van het bewijs van de eerste schakel van het csqn-verband:

“4.11.2 Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet - of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden - tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.”

¹⁴³ *Handelingen I* 2008/09, 1, p. 30.

¹⁴⁴ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

¹⁴⁵ Zie conclusie (nr. 4.7.5.10) bij HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

¹⁴⁶ Zie in het kader van art. 6:194–195 BW ook Giesen 2000, p. 398.

Uitgangspunt is dus naar geldend recht dat bij een misleidend prospectus in beginsel (voorhands) kan worden aangenomen dat er een csqn-verband bestaat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Opvallend is dat de Hoge Raad bij het herformuleren van dit uitgangspunt in de geciteerde overweging een onderscheid maakt tussen de primaire en secundaire markt. Voor de primaire markt neemt hij aan dat de belegger *niet* tot aankoop zou zijn overgegaan, voor de secundaire markt dat de belegger *niet of niet op dezelfde voorwaarden* tot aankoop zou zijn overgegaan. De achtergrond voor dit verschil is mij niet duidelijk. Denkbaar is immers dat de belegger zonder de misleiding wel had willen inschrijven op de primaire markt, zolang de uitgiftekoers maar lager was geweest (vgl. § 4.4.1.k). Ik vraag mij verder af hoe de overweging van de Hoge Raad ten aanzien van de secundaire markt nu moet worden uitgelegd indien de belegger niet stelt dat hij de aankoop zonder de misleiding *niet of niet tegen dezelfde voorwaarden* zou hebben verricht, maar (primair of uitsluitend) dat hij de aankoop *in het geheel niet* had verricht (ook niet tegen een gunstigere marktprijs). Mag laatstgenoemde stelling ook voorhands bewezen worden geacht? Het gaat hier niet alleen om een academische kwestie. Denkbaar is immers dat de belegger er belang bij heeft om (primair) voor laatstgenoemd anker te gaan liggen als de schadeomvang die hoort bij die stelling groter is dan bij de stelling dat hij de aankoop tegen een lagere marktprijs had verricht. Ik kom op deze kwestie nog terug bij de bespreking van de wenselijkheid van de door de Hoge Raad gekozen constructie.

De Hoge Raad laat uitzonderingen toe op het beginsel dat voorhands csqn-verband wordt aangenomen tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing:

“De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gerede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing is genomen voordat de desbetreffende misleidende mededeling openbaar gemaakt was. Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis van en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.”

Het zal in eerste instantie aan de gedaagde partij zijn om argumenten aan te voeren waarom het voorshandse bewijsvermoeden niet opgaat (zie ook § 5.4.3.a). Daarbij kent de Hoge Raad kennelijk betekenis toe aan “de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie”. Het is weinig helder wat de Hoge Raad hiermee bedoelt. De voorbeelden die daarna volgen zijn duidelijker. Het gaat om het geval waarin aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing

is genomen voordat de misleidende mededeling openbaar was gemaakt. Het lijkt mij terecht dat in dit geval het bewijsvermoeden is ontzenuwd ten aanzien van de stelling dat de effecten zonder de misleiding niet zouden zijn gekocht.¹⁴⁷ De Hoge Raad overweegt verder dat professionele beleggers minder snel kunnen worden geacht te zijn misleid dan particuliere beleggers. Hier valt weinig tegenin te brengen, zodat het niet onredelijk lijkt dat hieraan gevolgen mogen worden verbonden bij het al dan niet toepassen van een voorshands bewijsvermoeden. De vraag of de bewijslast kan worden verlicht wordt op die manier wel onderwerp van een processueel debat, waarvan ik me afvraag of dit wenselijk is. Zo zal collectieve afwikkeling bijvoorbeeld worden bemoeilijkt. Het heeft mijn voorkeur om een simpeler criterium te zoeken voor het aannemen van een voorshands bewijsvermoeden ten aanzien van alle beleggers (particulier of professioneel), namelijk de eis dat *de markt daadwerkelijk is misleid*, hetgeen moet blijken uit het feit dat de koers was beïnvloed door de misleiding (zie hierna de derde benadering).

Hoewel de benadering waarbij voorshands bewijs van causaal verband wordt aangenomen op basis van het misleidende karakter van de mededeling door de Hoge Raad wordt toegepast in geval van prospectusaansprakelijkheid, is zij ook bij schending van *doorlopende* informatieverplichtingen (§ 2.1.3) toepasbaar. De Hoge Raad zoekt in het World Online-arrest voor de rechtvaardiging van de bewijslastverlichting uitdrukkelijk aansluiting bij de strekking van de prospectusvoorschriften (de Prospectusrichtlijn en art. 5:13 Wft, zie § 2.1.2) en de noodzaak van effectieve beleggersbescherming. Ik verwacht dat in geval van schending van *periodieke* informatieverplichtingen de Hoge Raad niettemin in vergelijkbare zin zou oordelen. Ook het (half)jaarlijkse financieel verslag¹⁴⁸ behoort immers een getrouw beeld te geven van de toestand van de onderneming, zodat de belegger zich daarover een verantwoord oordeel kan vormen (vgl. art. 2:362 lid 1 BW; art. 2:391 lid 1 BW). Er is geen wezenlijk verschil met de voor een prospectus geldende inhoudelijke eisen (vgl. art. 5:13 Wft). Evenals de Hoge Raad opmerkt ten aanzien van de prospectusvoorschriften, kan worden gezegd dat met de voorschriften over het financieel verslag onder meer is beoogd de positie van (potentiële) beleggers te beschermen, waardoor zij een groter vertrouwen hebben in de effectenmarkt en de goede werking van de markt wordt verzekerd.¹⁴⁹ Ten slotte zijn de

147 Toch is het dan nog denkbaar dat de belegger schade heeft geleden die in een csqn-verband staat met de misleiding, namelijk het bedrag dat de belegger te veel betaalde op het moment dat de aankooptransactie werd uitgevoerd (dit moment is gelegen na de beleggingsbeslissing). Het lijkt erop dat de Hoge Raad in dit laatste geval de belegger schadevergoeding ontzegt. Dogmatisch zal deze – onwenselijke – uitkomst moeten worden gebaseerd op het ontbreken van causaal verband in de zin van art. 6:98 BW, niet op het ontbreken van csqn-verband. Zie ook § 4.5.2.

148 Het gaat hierbij om de jaarrekening, het jaarverslag en verklaringen van ter zake verantwoordelijke personen, zie § 2.1.3.a.

149 Verwezen kan worden naar de considerans van de Transparantierichtlijn (nr. 2004/109/EG), waarin wordt opgemerkt dat de openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie een duurzaam vertrouwen bij beleggers wekt en het mogelijk maakt zich een verantwoord oordeel te vormen, hetgeen zowel de beleggersbescherming als de marktefficiëntie ten goede komt (ov. 1).

bewijsproblemen voor de belegger bij een misleidend financieel verslag ook niet anders dan bij een misleidend prospectus, zodat een verlichting van de bewijslast nodig is voor effectieve beleggersbescherming. Ik vermoed dat de Hoge Raad bij schending van *ad-hocinformatieverplichtingen* ook de bewijslast zou verlichten. De verplichting tot onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 5:25i Wft) is een uitvloeisel van de richtlijn Marktmisbruik. Deze richtlijn beoogt handel met voorwetenschap te bestrijden, omdat die handel de integriteit van de financiële markten schaadt en het vertrouwen van het publiek in effecten en derivaten schendt. De Nederlandse wetgever lijkt een ruimere strekking van de verplichting te aanvaarden, namelijk het bevorderen van transparantie en een zuivere prijsvorming (vgl. § 2.6.4). Op die gronden zou betoogd kunnen worden dat strenge eisen mogen worden gesteld aan naleving van de verplichting. Bij schending van deze verplichting wordt de belegger voorts met vergelijkbare bewijsproblemen geconfronteerd als bij een misleidend prospectus. Hoe kan een belegger immers bewijzen dat er causaal verband bestaat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing? Een verlichting van de bewijslast is dus niet onredelijk.

Ten aanzien van het bovenstaande kan men nog de vraag opwerpen of er een verschil is tussen een enerzijds een misleidende *mededeling* en anderzijds een *omissie* (zoals niet-naleving van de verplichting van art. 5:25i Wft om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken). De Hoge Raad neemt voor misleidende mededelingen in een prospectus voorshands causaal verband aan. In geval van een omissie is de rechtvaardiging voor een voorshands bewijsvermoeden mijns inziens nog sterker. Indien informatie is achtergehouden, kan niemand daarop afgaan. De te beantwoorden vraag is of de belegger op de informatie af *zou zijn gegaan* als deze bekend was geweest. Daarnaast is het onderscheid tussen mededelingen en omissies niet altijd zo gemakkelijk te maken, zodat het naar mijn oordeel onwenselijk zou zijn om hieraan gevolgen te verbinden voor de wijze waarop de bewijslast wordt verlicht.

Vermoeden op basis van onrechtmatig handelen en marktefficiëntie

Een tweede benadering om de bewijslast te verlichten is om als voorwaarde te stellen dat de belegger behalve de misleiding ook aantoont dat de markt in de desbetreffende effecten efficiënt was in het tijdvak van de misleiding (zie over de efficiëntie van de markt § 5.2.1). Dit is de benadering die men in de Verenigde Staten volgt bij de fraud-on-the-market-theorie (zie hierna § 5.3.2.g).¹⁵⁰ De Amerikaanse praktijk laat zien dat over de efficiëntie van de markt uitvoerige processuele debatten worden gevoerd. Deze benadering spreekt mij minder aan. Het lijkt mij onwenselijk als het debat over marktefficiëntie een te zelfstandige plaats

¹⁵⁰ Strikt genomen ziet het bewijsvermoeden niet op het feit dat de belegger de transactie niet zou hebben verricht, maar op het feit dat de belegger bij zijn beleggingsbeslissing is beïnvloed door de misleiding (reliance).

krijgt. De vraag naar de mate van marktefficiëntie lijkt mij vooral een rol te moeten spelen bij de bewijsrechtelijke waardering van een event-study (§ 5.2.3.h).¹⁵¹

Vermoeden op basis van bewijs onrechtmatig handelen en prijsbeïnvloeding

Een derde mogelijkheid is dat een feitelijk vermoeden dat de belegger de transactie zonder de misleiding niet zou hebben verricht¹⁵², wordt gebaseerd op het bewijs van een *residuele koersreactie* (doorgaans na bekendwording van de waarheid).¹⁵³ Anders gezegd wordt het vermoeden gebaseerd op het bewijs dat de misleiding de prijsvorming heeft beïnvloed. Indien een residuele koersreactie komt vast te staan – en dus duidelijk is dat de markt daadwerkelijk is misleid – wordt voorshands aangenomen dat de individuele belegger ook is misleid. Ik zie in beginsel geen reden om binnen deze derde mogelijkheid verder te differentiëren tussen beleggers, bijvoorbeeld op basis van hun deskundigheid of beleggingservaring. Indien de markt misleid was, geldt doorgaans dat zelfs de meest deskundige en ervaren professionele partijen – die met hun handel invloed uitoefenen op de marktprijs – misleid waren. Niettemin kan de gedaagde trachten in een concreet geval het vermoeden te ontzenuwen.

De meest wenselijke benadering

Van de drie benaderingen heeft de derde mijn voorkeur. In misleidingszaken is de kernvraag mijns inziens niet of er causaal verband bestaat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.¹⁵⁴ Het gaat om de vraag of (en in hoeverre) de prijsvorming van het effect door de misleiding is beïnvloed, anders gezegd, of *de markt* daadwerkelijk is misleid.¹⁵⁵ Indien een belegger dit aantoont, is het naar mijn oordeel verdedigbaar om de onzekerheid over de vraag hoe de belegger zonder de misleiding zou hebben gehandeld voorshands voor rekening van de aangesproken partij te laten.¹⁵⁶

De door de Hoge Raad gevolgde eerste benadering zou kunnen verleiden tot de gedachte dat in beginsel het volledige verschil tussen aankoopprijs c.q. verkoopprijs en de prijs na bekendwording van de waarheid (§ 4.4.1.i en § 4.4.2.c) wordt vergoed, behoudens een verweer van gedaagde waaruit blijkt dat (een deel van) dit

151 Daarnaast speelt marktefficiëntie een rol bij de redelijke toerekening (§ 4.5.3.f–g) en/of de eigen schuld (§ 4.6.2.d–e).

152 Voor zover de belegger processueel voor dit anker gaat liggen.

153 Uiteraard moet ook vaststaan dat de belegger de transactie verrichtte in het tijdvak de misleiding. Daarnaast zal zoals gezegd bij de waardering van het bewijs ook een rol spelen of de markt efficiënt was.

154 Vgl. Eisma 2007, p. 34 die opmerkt dat op financiële markten informatie voor consumenten doorgaans geen of slechts een beperkte rol speelt in het besluitvormingsproces.

155 De omvang van de vergoedingsplicht van gedaagden wordt naar mijn oordeel begrensd door de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3.d e.v.).

156 In het kader van de schadebegroting zal de belegger naar mijn oordeel wel gegevens over zijn beleggingsgedrag en –profiel moeten inbrengen in de procedure, zodat de schade zo nauwkeurig mogelijk kan worden begroot/geschat. Zie § 5.3.4.a.

verschil te herleiden is tot externe factoren (die niet aan hem kunnen worden toegerekend ex art. 6:98 BW). Ik wees er namelijk reeds op dat als de belegger niet stelt dat hij de aankoop zonder de misleiding *niet of niet tegen dezelfde voorwaarden* zou hebben verricht, maar (primair of uitsluitend) dat hij de aankoop *in het geheel niet* had verricht, mogelijk ook laatstgenoemde stelling door de Hoge Raad voorshands bewezen zal worden geacht. Indien dit zo is, geldt vervolgens als uitgangspunt dat de schade die in een csqn-verband staat met de misleiding in beginsel voor vergoeding in aanmerking komt. Dit is het genoemde verschil tussen aankoopprijs en de prijs na bekendwording van de waarheid¹⁵⁷, c.q. het verschil tussen de verkoopprijs en de prijs na bekendwording van de waarheid. Het is aan gedaagde om te beargumenteren (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te bewijzen) dat de schade in een te ver verwijderd verband staat met de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis (§ 5.4.3). Gedaagde zal dus moeten betogen dat de koersdaling geheel of gedeeltelijk het gevolg was van externe factoren. Ik vind het wenselijk dat het in beginsel¹⁵⁸ de belegger is die een residuele koersreactie na bekendwording van de waarheid moet stellen en bij betwisting bewijzen (met het bijbehorende bewijsrisico), niet dat de gedaagde het *ontbreken* van een residuele koersreactie moet aantonen.¹⁵⁹ Bij de door mij voorgestelde derde benadering wordt dit resultaat bereikt. In dat geval is er naar mijn oordeel ook geen bezwaar tegen om voorshands aan te nemen dat de belegger zonder de misleiding de aankoop c.q. verkoop in het geheel niet zou hebben verricht, ook niet tegen een mogelijk gunstigere marktprijs. Ik begrens de rechtens vergoedbare schadeomvang namelijk door middel van de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3.e en § 4.5.4.e), en neem eerst een voorshands vermoeden aan indien de belegger een residuele koersreactie aantoonst (en daarmee doorgaans zelf de omvang van de onzuiverheid in de koers onderbouwt¹⁶⁰). Ik sluit echter niet uit dat ook de Hoge Raad aanneemt dat de belegger een residuele koersreactie moet aantonen, aangezien hij na de overwegingen over het csqn-verband opmerkt dat ten aanzien van het *bestaan van schade* in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden.

De derde benadering heeft mijns inziens ook het voordeel van eenvoud ten opzichte van de eerste benadering, waarbij de Hoge Raad onder meer wil differentiëren naar de aard van de (misleidende) mededelingen en de professionaliteit van beleggers. Indien

157 Aangenomen dat de vermogenspositie in geval van een misleidend positieve voorstelling van zaken zonder de misleiding stationair zou zijn gebleven. Zie over de redelijkheid van die veronderstelling hierna nog § 5.3.4.a.

158 Ik zou een uitzondering willen maken voor aankopen op de primaire markt, zie ook § 5.3.4.c.

159 Vgl. in dit verband de conclusie van Timmerman, nr. 4.7.5.2 en nr. 4.7.5.11 bij HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.). Timmerman lijkt bij zijn omschrijving van de tweede schakel van het csqn-verband aan te nemen dat eisers een event-study laten verrichten om vast te stellen of de prijs van het effect was beïnvloed. Vgl. ook het Amerikaanse recht, waarin beleggers *loss causation* moeten aantonen indien een vermoeden van reliance wordt aangenomen (§ 4.5.3.i-l) bij acties op grond van SEC-regel 10b-5.

160 Namelijk indien de onderbouwing op basis van een event-study geschiedt.

een residuele koersreactie wordt aangetoond, vormt dit een belangrijke aanwijzing dat ook professionele beleggers zijn misleid. Voor een inhoudelijk debat over de vraag of een bepaalde belegger is misleid, lijkt dan weinig plaats.

Tendensen om de derde benadering te volgen worden ook zichtbaar in de Amerikaanse rechtspraak over SEC-regel 10b-5 (zie hierna § 5.3.2.g-h).

Overigens kan het voorshandse bewijsvermoeden – welke van de drie benaderingen men ook volgt – naar mijn oordeel ook worden aangenomen ter zake van de vordering van de belegger tegen andere partijen dan de uitgevende instelling en haar functionarissen.¹⁶¹

e. Verlichting bewijslast; Nederlands recht; proportionele aansprakelijkheid

In het Nederlandse recht wordt in geval van causaliteitsonzekerheid – dat wil zeggen onzekerheid over het csqn-verband – wel gepleit voor toepassing van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid en de theorie van het verlies van een kans. Bij het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid gaat het om een aansprakelijkheid corresponderend met de kans dat het desbetreffende nadeel is veroorzaakt door de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis.¹⁶² Bij de theorie van het verlies van een kans gaat het om een interpretatie van het begrip schade: de (omvang van de) kans dat zonder de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid is gebaseerd een bepaald nadeel zou zijn uitgebleven, dan wel een bepaald voordeel zou zijn behaald, wordt beschouwd als vergoedbare vermogensschade.¹⁶³ Het voordeel van beide benaderingen is dat geen ‘alles of niets’-benadering hoeft te worden gevolgd, waarbij de bewijslast (en dus het bewijsrisico) ter zake van het onzekere csqn-verband of op de benadeelde, of op de verweerder wordt gelegd. Ik zal hieronder uitsluitend ingaan op de proportionele aansprakelijkheid; de theorie van het verlies van een kans komt – omdat het gaat om een interpretatie van het begrip schade – aan de orde in § 5.3.4.b.

Naar huidig Nederlands recht is proportionele aansprakelijkheid (nog) geen algemeen geaccepteerde oplossing voor het probleem van causaliteitsonzekerheid in het aansprakelijkheidsrecht.¹⁶⁴ De Hoge Raad gaat vooralsnog uit van een ‘alles of niets’-benadering. In het recente arrest Nefalit/Karamus¹⁶⁵ worden de eerste tekenen zichtbaar van een proportionele benadering, maar de Hoge Raad lijkt terughoudend te formuleren. In die zaak ging het om aansprakelijkheid van een werkgever tegenover zijn werknemer wegens blootstelling van die werknemer tijdens de uitoefening van diens werkzaamheden aan asbest. Volgens het hof was

161 Voor zover derden op onrechtmatige wijze een bijdrage hebben geleverd aan het misleidende beeld van de toestand van de vennootschap, althans door onzorgvuldigheid niet hebben voorkomen dat het misleidende beeld werd gegeven en in stand bleef, zie ik geen bezwaar tegen het aannemen van een voorshands bewijsvermoeden.

162 Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 54.

163 Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 57.

164 Zie onder meer Giesen 2008, p. 80 e.v. over de reikwijdte van de proportionele aansprakelijkheid.

165 HR 31 maart 2006, RvdW 2006, 328.

de werkgever toerekenbaar tekortgeschoten in de nakoming van de op hem rustende zorgplicht ex art. 7:658 BW. Het esqn-verband tussen die normschending en de door de werknemer geleden gezondheidsschade (longkanker) liet zich echter niet vaststellen. De longkanker van de werknemer kon namelijk ook zijn veroorzaakt door zijn rookgedrag. Medisch kon niet worden aangetoond in hoeverre die longkanker is veroorzaakt door één van deze beide omstandigheden, of door een andere oorzaak waarvoor niemand verantwoordelijk is, of door een combinatie van factoren. Indien de kans dat de gezondheidsschade door schending van zorgplicht is veroorzaakt niet zeer groot of zeer klein is, geldt volgens de Hoge Raad dat het – mede gelet op de strekking van de norm en de aard van de normschending – onaanvaardbaar is de onzekerheid geheel voor rekening van de werkgever of de werknemer te laten. Hij overweegt (r.o. 3.13):

“Mede gelet op de aan de artikelen 6:99 en 6:101 BW ten grondslag liggende uitgangspunten moet daarom worden aangenomen dat (...) de rechter de werkgever tot vergoeding van de gehele schade van de werknemer mag veroordelen, met vermindering van de vergoedingsplicht van de werkgever in evenredigheid met de, op een gemotiveerde schatting berustende, mate waarin de aan de werknemer toe te rekenen omstandigheden tot diens schade hebben bijgedragen.”

In de literatuur wordt erop gewezen dat de Hoge Raad bewust lijkt te hebben gekozen voor een systeem waarin de onrechtmatig handelende gedaagde aansprakelijk is voor de gehele schade min het theoretische aandeel van de eiser. Dit is niet hetzelfde als een aansprakelijkheid corresponderend met de kans dat het desbetreffende nadeel is veroorzaakt door de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis (oftewel naar rato van de veroorzakingswaarschijnlijkheid).¹⁶⁶ In gevallen waarin er meer dan één mogelijke gedaagde is, brengt de benadering van de Hoge Raad mee dat de aansprakelijkheid van de gedaagde zijn veroorzakingsaandeel overstijgt.

De verwijzing van de Hoge Raad naar de strekking van de norm – het voorkomen van gezondheidsschade bij de werknemer – en de aard van de geschonden norm – de zorgplicht van een werkgever jegens een werknemer – noopt tot voorzichtigheid bij het extrapoleren van de proportionele benadering naar het gehele aansprakelijkheidsrecht. In misleidingszaken gaat het bijvoorbeeld niet om gezondheidsschade, maar om zuivere vermogensschade. A-G Timmerman had in zijn conclusie voor het World Online-arrest een voorzet gedaan voor toepassing van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid bij beoordeling van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, maar de Hoge Raad volgt hem daarin niet.¹⁶⁷ Ik acht het daarom twijfelachtig of de proportionele benadering in misleidingszaken naar geldend recht toelaatbaar is.

¹⁶⁶ Zie Kortmann 2006, p. 1411. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 81.

¹⁶⁷ Zie HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2–3, alsmede de conclusie van Timmerman (nr. 4.7.5.10).

Voor toepassing van de proportionele benadering dient enerzijds een zekere minimale, maar anderzijds ook een zekere maximale veroorzakingswaarschijnlijkheid te worden gehanteerd. De Hoge Raad oordeelt in het hierboven genoemde arrest Nefalit/Karamus dat indien de kans dat de gezondheidsschade door schending van zorgplicht is veroorzaakt niet *zeer groot of zeer klein is*, het onaanvaardbaar is de onzekerheid geheel voor rekening van de werkgever of de werknemer te laten. Er moet dus sprake zijn van substantiële causaliteitsonzekerheid. Een ‘harde’ algemeen geldende onder- en bovengrens is niet te geven.¹⁶⁸

Toepassing in misleidingszaken

Hoewel ik denk dat de Hoge Raad in misleidingszaken zoals gezegd geen proportionele benadering toestaat, mede gelet op het World Online-arrest, zal ik hieronder toch ingaan op de vraag hoe de proportionele benadering zou kunnen worden toegepast.

Eerst het geval waarin de belegger stelt dat de transactie zonder de onrechtmatige gedraging tegen een gunstigere marktprijs zou zijn verricht. Met behulp van een event-study kan worden getracht vast te stellen welk deel van de geobserveerde koersreactie toe te schrijven is aan de misleidende voorstelling van zaken (althans de bekendwording van de waarheid), en welk deel aan externe factoren die voor rekening van de belegger blijven (§ 5.3.2.a). Zolang beleggers erin slagen om – ook na betwisting door verweerders – met een redelijke mate van zekerheid aan te tonen dat de koers was beïnvloed, is er geen causaliteitsonzekerheid waarvoor een oplossing moet worden gevonden met behulp van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid. Slagen eisers er niet in een residuele koersreactie voldoende aannemelijk te maken, dan is niet duidelijk hoe een proportionele benadering een oplossing kan bieden. Niet alleen is de kans dat de koersreactie is veroorzaakt door de misleiding nagenoeg nul, tevens is de rechte vergoedbare schadeomvang nagenoeg nul (aangezien de omvang van de vergoedingsplicht wordt begrensd door de omvang van de onzuiverheid in de koers, zie § 4.5.3). Het is moeilijker om een event-study te verrichten en interpreteren indien de markt fundamenteel en/of informatieel inefficiënt is (§ 5.2.3.g). In dit geval zou een proportionele benadering kunnen inhouden dat de rechter de aangesproken partij veroordeelt tot vergoeding van de gehele (residuele) koersreactie, met een vermindering van de vergoedingsplicht in evenredigheid met de, op een gemotiveerde schatting berustende, mate waarin de aan ‘de markt’ (en dus de belegger) toe te rekenen externe omstandigheden tot diens schade hebben bijgedragen. Naar mijn oordeel is slechts in sprekende gevallen zulk een correctie denkbaar, aangezien de ‘schatting’ veelal giswerk is. Daarnaast kan men zich afvragen of het hier wel echt gaat om een toepassing van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid. Zolang maar voldoende aannemelijk is dat de koers was beïnvloed door het onrechtmatig handelen, kan het vaststellen van de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers worden gezien als een kwestie van schadebegroting, waarbij de rechter op grond van art. 6:97 BW de vrijheid heeft schattenderwijs te werk te gaan.

¹⁶⁸ Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 59.

Met betrekking tot deze modaliteit van transactiecausaliteit moet het World Online-arrest mogelijk aldus worden uitgelegd dat in aanvulling op het feit dat de marktprijs gunstiger zou zijn geweest ook nog moet blijken dat er causaal verband bestond tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de individuele belegger. De Hoge Raad blijkt bereid om in beginsel voorshands causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aan te nemen indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat. A-G Timmerman betoogt in zijn conclusie voor de World Online-zaak¹⁶⁹ dat het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid van pas kan komen bij het ontzenuwen van dit vermoeden. De Hoge Raad gaat niet in op deze voorzet van Timmerman. Ik zie geen noodzaak voor toepassing het leerstuk bij de ontzenuwing van het vermoeden (zie § 5.4.2.a).

Hoe te denken over de relevantie van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid indien de belegger aanvoert dat hij de transactie zonder de misleiding geheel niet had verricht (tegen de dan geldende marktprijs)? De belegger kan deze stelling moeilijk bewijzen. Zoals ik reeds opmerkte, neemt de Hoge Raad in beginsel voorshands causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Ten aanzien van beleggers op de primaire markt neemt hij aan dat zij de aankoop *niet* zou hebben verricht, ten aanzien van beleggers op de secundaire markt dat zij de aankoop *niet of niet op dezelfde voorwaarden* zouden hebben verricht. Op basis van deze formulering zou voor laatstgenoemde beleggers nog kunnen worden getwijfeld of de stelling dat zij de transactie geheel niet zouden hebben verricht ook voorshands bewezen kan worden geacht (§ 5.3.2.d). Indien dit het geval is, wordt het probleem van de causaliteitsonzekerheid in feite opgeheven. Ik volsta verder met de opmerkingen die ik in de vorige alinea maakte over de rol van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid bij de ontzenuwing van het vermoeden.¹⁷⁰

f Verlichting bewijslast; Amerikaans recht; verzwijging van informatie

Bij schadevergoedingsvorderingen van beleggers op grond van SEC-regel 10b-5 is in beginsel vereist dat een belegger *reliance* aantoonst (§ 4.5.2). Het gaat hierbij om het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. In de Amerikaanse rechtspraak is een uitzondering gemaakt in het geval de misleiding bestaat in het verzwijgen van belangrijke informatie. In de zaak *Affiliated Ute* heeft de Supreme Court geoordeeld dat de rechter ten behoeve van beleggers een (weerlegbaar) vermoeden van *reliance* mag aannemen indien *materiality* (het materieel-zijn) van die verzwegen informatie vast komt te staan:

¹⁶⁹ Zie de conclusie (nr. 4.7.5.10) bij HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

¹⁷⁰ Ter zake van het *bestaan* van schade (die het gevolg is van de misleiding) kan worden opgemerkt dat de belegger in beginsel simpelweg kan wijzen op een koersdaling na aankoop, aangenomen dat de vermogenspositie van de belegger zonder de misleiding stationair zou zijn gebleven (zie § 5.3.3.b). Het is in beginsel aan de gedaagde om te beargumenteren welk deel van de koersdaling te wijten is aan marktvloeden die niet aan hem kunnen worden toegerekend. Dit geldt ook op een inefficiënte markt.

“Under the circumstances of this case, involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision. This obligation to disclose and this withholding of a material fact establish the requisite element of causation in fact.”

De ratio hiervoor is de moeilijkheid om een “*speculative negative*” te bewijzen – namelijk dat een belegger heeft vertrouwd op iets dat niet werd gezegd.¹⁷¹ Sommige rechters hebben vervolgens geoordeeld dat het vermoeden van reliance op grond van Affiliated Ute beperkt is tot zuivere omissie-gevallen, aangezien reliance wel kan worden bewezen in geval van een misleidende mededeling of gevallen waarin zowel misleidende mededelingen als omissies aan de orde zijn.¹⁷²

Vanuit praktisch oogpunt is belangrijk dat het Affiliated Ute-vermoeden niet vereist dat beleggers aantonen dat de markt efficiënt was, zoals bij het hierna te bespreken *fraud-on-the-market*-vermoeden.¹⁷³

g. *Verlichting bewijslast; Amerikaans recht; fraud-on-the-market-theorie*

In de zaak *Basic v. Levinson*¹⁷⁴ gaf de Amerikaanse Supreme Court beleggers de mogelijkheid om in geval van effecten die worden verhandeld op publieke effectenmarkten op een indirecte wijze het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing (reliance) aan te tonen. Volgens de Supreme Court verschillen transacties op moderne effectenmarkten, waarin dagelijks miljoenen aandelen worden verhandeld, van de *face-to-face*-transacties die in eerdere zaken aan de orde waren. Met instemming haalt de Supreme Court een overweging aan uit de zaak *In re LTV Securities Litigation*¹⁷⁵:

“In face-to-face transactions, the inquiry into an investor’s reliance upon information is into the subjective pricing of that information by that investor. With the presence of a market, the market is interposed between seller and buyer and, ideally, transmits information to the investor in the processed form of a market price. Thus the market is performing a substantial part of the valuation process performed by the investor in a face-to-face transaction. (...)”¹⁷⁶

171 *Binder v. Gillespie* 184 F.3d 1059, 1063 (9th Cir. 1999).

172 In deze zin bijv. *Binder v. Gillespie* 184 F.3d 1059, 1063–1064 (9th Cir. 1999).

173 *In re Credit suisse-AOL Securities Litigation*, 253 F.R.D. 17 (U.S.D.C. Massachusetts 2008).

174 *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231–232 (1988); Mendel 1992, p. 245–256.

175 88 F.R.D. 134, 143 (ND Tex.1980).

176 Weggelaten heb ik de zin: “The market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, the value of the stock is worth the market price.” Deze zin lijkt namelijk ten onrechte te suggereren dat snelle verwerking van nieuwe informatie in de marktprijs gelijk staat aan een marktprijs die overeenkomt met de fundamentele waarde van het aandeel. Zie Newkirk 1991, p. 1402, noot 52. Dit komt overeen met fundamentele marktefficiëntie, hetgeen volgens latere rechtspraak geen voorwaarde is voor de *fraud-on-the-market*-theorie.

Op basis van het functioneren van actieve effectenmarkten kan volgens de Supreme Court een weerlegbaar vermoeden van reliance worden aangenomen indien een belegger bewijst dat: (i) de gedaagde publiekelijk een onjuiste voorstelling van zaken (*misrepresentation*) heeft gegeven, (ii) het bij die onjuiste voorstelling van zaken ging om informatie die materieel (*material*) was, (iii) de effecten werden verhandeld op een efficiënte markt, en (iv) de transactie tot stand kwam nadat de onjuiste informatie werd verspreid, en voordat de waarheid aan het licht kwam.¹⁷⁷

Het vermoeden kan worden gebaseerd op het volgende syllogisme: (i) een belegger koopt of verkoopt aandelen in vertrouwen op de integriteit van de marktprijs, (ii) publiekelijk beschikbare informatie, waaronder material misrepresentations, wordt gereflecteerd in de marktprijs, en daarom geldt (iii) dat de belegger koopt of verkoopt vertrouwend op de material misrepresentations.¹⁷⁸ Het vermoeden is volgens de Supreme Court in overeenstemming met doelstellingen van de wetgever, en wordt ondersteund door “*common sense and probability*”. Het zou bewijsrechtelijk niet realistisch zijn om te verlangen dat een belegger die heeft gehandeld op een onpersoonlijke markt aantoont hoe hij zou hebben gehandeld indien verzwegen informatie was openbaar gemaakt of misleidende mededelingen niet zouden zijn gedaan.

De Supreme Court definieert niet duidelijk wat onder een efficiënte markt moet worden verstaan en hoe kan worden vastgesteld dat er sprake is van een efficiënte markt. In de rechtspraak na *Basic v. Levinson* is deze kwestie wel aan de orde gekomen. In de zaak *In re Polymedica Securities Litigation* definieerde de appelrechter een efficiënte markt als “*one in which the market price of the stock fully reflects all publicly available information*”. Met “*fully reflects*” wordt bedoeld op informationele efficiëntie, dat wil zeggen dat de marktprijs zo snel op nieuws reageert dat gewone beleggers geen handelswinsten kunnen behalen op basis van die informatie. Fundamentele efficiëntie – waarbij nieuwe informatie niet alleen snel, maar ook correct wordt verwerkt in de beurskoers – is niet vereist. Het vaststellen van (informationele) marktefficiëntie geschiedt met behulp van verschillende gezichtspunten (zie § 5.2.1). In de literatuur is kritiek geuit op de in *PolyMedica* gehanteerde definitie van een efficiënte markt, althans de toepassing en toetsing daarvan in de *PolyMedica*-zaak (§ 5.2.1.h). Daarnaast is er kritiek geuit op de eis dat er überhaupt sprake moet zijn van een efficiënte markt voordat een weerlegbaar vermoeden van reliance opgaat.¹⁷⁹

Ten aanzien van de mogelijkheid om het vermoeden te weerleggen overweegt de Supreme Court in *Basic*:

177 De appelrechter had als vijfde eis gesteld dat de onjuiste voorstelling van zaken een redelijke belegger die daarop vertrouwde zou hebben gebracht tot een onjuist oordeel over de waarde van de aandelen. Deze eis gaat volgens de Supreme Court op in het *materiality*-vereiste.

178 *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 8 (1st Cir. 2005).

179 Zie bijv. Langevoort 2009, p. 10.

“Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and either the price received (or paid) by the plaintiff, or his decision to trade at a fair market price, will be sufficient to rebut the presumption of reliance.”

Indien dus komt vast te staan dat de marktprijs niet is beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken, is het fraud-on-the-market-vermoeden weerlegd. Het fraud-on-the-market-vermoeden is ook weerlegd indien een belegger de aandelen zou hebben verkocht zonder te vertrouwen op de integriteit van de markt(prijs). In de Amerikaanse praktijk lukt het gedaagden niet om te bewijzen dat beleggers niet op de integriteit van de marktprijs hebben vertrouwd; het is vooral een theoretisch verweer. Ik ken geen zaken waarin gedaagden zijn geslaagd in een weerlegging van het vermoeden. Zie voor de positie van verweerders hierna § 5.4.

Wat betreft de voorwaarden voor toepassing van de fraud-on-the-market-theorie moet nog worden gewezen op de recente en controversiële uitspraak *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*¹⁸⁰ Daarin oordeelde de appelrechter dat een koersreactie moet worden aangetoond voordat het fraud-on-the-market-vermoeden van reliance wordt aangenomen. Dit is een aanscherping van de voorwaarden die in *Basic v. Levinson* werden gesteld. Bovendien vereist de rechter hier dat de koersreactie in een class action wordt aangetoond ten tijde van de *certification*-fase (§ 6.5.3). Het lijkt er echter op dat deze interpretatie weinig navolging krijgt in de lagere rechtspraak nadien.¹⁸¹

In geval van niet-efficiënte markten is door de appelrechter een vermoeden van reliance aangenomen op grond van een variant van het fraud-on-the-market-vermoeden, indien gedaagden wisten dat er geen markt in de desbetreffende effecten zou zijn ontstaan bij een juiste voorstelling van zaken.¹⁸² Het gaat hier om de zogenaamde fraud-created-the-market-theorie. Een andere appelrechter heeft deze theorie recentelijk eveneens aanvaard, voor zover de belegger erin slaagt om aan te tonen dat de effecten in feite ‘*unmarketable*’ of waardeloos waren, ware het niet voor de misleidende voorstelling van zaken.¹⁸³ Indien de effecten enige waarde hadden gaat de theorie dus niet op.¹⁸⁴ De theorie is niet onomstreden.¹⁸⁵ De ratio erachter gaat niet op voor zover effecten een significante tijd na een IPO worden gekocht op de secundaire markt.¹⁸⁶ Een lagere rechter heeft geoordeeld dat de ‘unmarketability’-test te streng is, en een vermoeden gehanteerd dat eisers

180 *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).

181 Verschillende lagere rechters hebben Oscar in ieder geval niet nagevolgd. Zie bijv. in re LDK Solar Securities Litigation, 2009 WL 196396 (N.D.Cal. 2009), voetmoot 6 voor een overzicht.

182 *Shores v. Sklar*, 844 F.2d 1485 (11th Cir. 1988); *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462 (5th Cir.1981).

183 *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155 (10th Cir. 2000) (“Thus, we require the securities to be unmarketable in order to invoke the presumption of reliance based on fraud creating the market”; eiser slaagde niet dit bewijs).

184 *Rosenthal v. Dean Witter Reynolds, Inc.* 945 F.Supp. 1412 (D. Colo 1996).

185 Zie uitvoeriger Hazen, 4 Law Sec. Reg. § 12.10[6][C].

186 Zie *Alter v. DBLKM, Inc.*, 840 F. Supp. 799 (D. Colo. 1993).

vertrouwen op “*the integrity of the defendants’ scheme and course of business in issuing the securities in question.*”¹⁸⁷ De rechter erkent dat deze interpretatie de reliance-eis van SEC-regel 10b–5 sterk uitholt.

In de literatuur is kritiek geuit op de efficiënte markthypothese (EMH) die ten grondslag ligt aan het fraud-on-the-market-vermoeden. De EMH zou anomalieën niet goed kunnen verklaren¹⁸⁸, en ontwikkelingen op het terrein van *behavioral finance* negeren¹⁸⁹. Hoewel de fraud-on-the-market-theorie omstreden is, is zij een vast onderdeel van het Amerikaanse federale effectenrecht. Het Amerikaanse congres heeft bij de herziening van de effectenwetgeving in 1995 (de PSLRA) geen wijzigingen aangebracht in de wet om de fraud-on-the-market-theorie te beperken. In de uitspraak *Dura Pharmaceuticals*¹⁹⁰ uit 2005 bevestigde de Supreme Court dat het fraud-on-the-market-vermoeden van reliance nog steeds geldt.¹⁹¹

h. Verlichting bewijslast; vergelijkingen Nederlands en Amerikaans recht

In de Amerikaanse rechtspraak wordt een aantal gevallen onderscheiden waarin de bewijslast ter zake van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing (reliance/transaction causation) wordt verlicht. In de eerste plaats is dat het geval waarin de belegger aantoont dat de uitgevende instelling materiële informatie heeft *verzwegen*. In dat geval hoeft de belegger niet aan te tonen dat hij op die informatie heeft vertrouwd bij zijn beleggingsbeslissing (*Affiliated Ute*-uitspraak). In de tweede plaats wordt een bewijsvermoeden aangenomen indien er – kort gezegd – sprake is van een materiële misrepresentation op een efficiënte markt (de fraud-on-the-market-theorie).

In het Nederlandse recht is de vraag onder welke voorwaarden de bewijslast kan worden verlicht minder uitgekristalliseerd dan in het Amerikaanse recht. Ik heb steeds onderscheid gemaakt tussen de twee vormen van transactiecausaliteit. Een bewijsvermoeden is naar mijn oordeel slechts nodig voor zover een belegger stelt dat hij de beleggingstransactie zonder de misleidende voorstelling van zaken in het

187 *Ockerman v. May Zima & Co.*, 785 F.Supp. 695 (M.D. Tenn. 1992). In een voetnoot merkt de rechter op: “The presumption is still rebuttable if defendants show that plaintiffs intentionally refused to investigate in disregard of a risk known to him or so obvious that the plaintiffs must be taken to have been aware of it, and so great as to make it highly probable that harm would follow. (...) Thus, defendants could rebut the presumption by showing plaintiff intentionally refused to investigate the defendants who he should have known were essentially crooked.”

188 Brav & Heaton 2003, p. 518.

189 Dunbar & Heller 2006, p. 491-97 merken op dat marktinefficiënties vaak ontstaan als gevolg cognitieve beperkingen en vooroordelen, kuddegedrag, en informatie cascades.

190 544 U.S. 336 (2005).

191 De Supreme Court somt de elementen voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b–5 op en zegt daarbij over het vereiste van reliance: “reliance, often referred to in cases involving public securities markets (fraud-on-the market cases) as “transaction causation”, see Basic (...) (nonconclusively presuming that the price of a publicly traded share reflects a material misrepresentation and that plaintiffs have relied upon that misrepresentation as long as they would not have bought the share in its absence)”.

geheel niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs). Voor beleggers die stellen dat zij de effecten zonder het onrechtmatig handelen tegen een lagere marktprijs hadden gekocht c.q. tegen een hogere marktprijs hadden verkocht, is naar mijn oordeel in beginsel niet van belang of er een causaal verband is tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing.¹⁹² Wat laatstgenoemde beleggers zullen moeten aantonen, is dat de koers daadwerkelijk was beïnvloed op het moment dat zij hun beleggingstransactie verrichtten. De Hoge Raad lijkt overigens in het World Online-arrest¹⁹³ wel causaal verband te eisen tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Een verlichting van de bewijslast is hierdoor ook in dit geval wenselijk. Een bewijsvermoeden kan op een aantal manieren worden geconstrueerd. In de eerste plaats kan de belegger een beroep doen op de jurisprudentiële omkeringsregel. Daarnaast kan een feitelijk vermoeden worden aangenomen op grond van het bewijs van (i) onrechtmatig handelen (de misleiding), (ii) onrechtmatig handelen in combinatie met het bewijs van een efficiënte markt of (iii) onrechtmatig handelen in combinatie met het bewijs van een residuele koersreactie na bekendwording van de waarheid.

Voor een succesvol beroep op de omkeringsregel moet blijken dat de overtreden norm ertoe strekt een *specifiek* gevaar/risico ter zake van het ontstaan van schade te voorkomen. Niet geheel zeker is of hieraan in misleidingszaken is voldaan, gelet op de strenge rechtspraak van de Hoge Raad bij schending van informatieverplichtingen. Vervolgens moet de belegger stellen en bij betwisting aannemelijk maken dat het specifieke gevaar/risico zich heeft gerealiseerd. Naar mijn oordeel betekent dit in misleidingszaken dat een residuele koersreactie na het bekendworden van de waarheid aannemelijk moet worden gemaakt. De toepassingsvoorwaarden van de omkeringsregel zijn hiermee aanzienlijk strenger dan de regel uit *Affiliated Ute* en tevens strenger dan de Supreme Court gestelde voorwaarden voor toepassing van de *fraud-on-the-market-theorie*. Het aantonen van een materiële *misrepresentation* op een efficiënte markt (*fraud-on-the-market-theorie*) maakt slechts de *mogelijkheid* van schade door onzuivere prijsvorming aannemelijk, maar daardoor blijkt niet dat het risico op deze schade zich ook daadwerkelijk heeft verwezenlijkt (en evenmin dat de overtreden norm specifiek strekt tot bescherming tegen de schade zoals deze geleden is). Uit de controversiële uitspraak *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*¹⁹⁴ blijkt dat in de Amerikaanse rechtspraak tendensen bestaan om strengere voorwaarden te stellen voor het aannemen van een vermoeden van *reliance/transaction causation*. Geoordeeld werd immers dat daadwerkelijk een koersreactie moet worden aangetoond voordat de *fraud-on-the-market-theorie* opgaat. Dit zou vergelijkbaar zijn met hetgeen naar mijn mening door de

192 Indien de belegger op de hoogte was van de onrechtmatige toestand ten tijde van de beleggingstransactie zou ook kunnen worden gezegd dat het causaal verband ontbreekt tussen de misleiding en de schade (§ 4.5.2.g). Men kan dit ook als een eigen schuld-kwestie benaderen, hetgeen mijn voorkeur heeft.

193 HR 29 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

194 *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).

omkeringsregel wordt geëist. De omkeringsregel is in misleidingszaken waarschijnlijk bruikbaar, maar onnodig ingewikkeld.

Een feitelijk vermoeden van transactiecausaliteit op grond van het bewijs van onrechtmatig handelen (misleiding), zoals aanvaard door de Hoge Raad in het World Online-arrest, is in het geval van niet-openbaarmaking van informatie vergelijkbaar met de regel uit *Affiliated Ute*. Het *Affiliated Ute*-vermoeden is evenwel niet van toepassing op materiële misleidende mededelingen (*misrepresentations*). Daarop ziet het *fraud-on-the-market*-vermoeden van *reliance*. Dit vermoeden geldt slechts indien er (tevens) sprake is van een *efficiënte markt*. In het Nederlandse recht worden dus in beginsel minder strenge voorwaarden gesteld dan in het Amerikaanse recht. Overigens moet hierbij wel worden bedacht dat bij een beroep op de Securities Act 1933 (in geval van een misleidend prospectus) in het geheel geen *reliance*-eis geldt, zodat het Amerikaanse recht voor beleggers in dat geval niet ongunstiger is dan het Nederlandse recht. Naar mijn oordeel is het terecht dat de Hoge Raad niet de voorwaarde van een efficiënte markt stelt voor toepassing van een voorshands vermoeden. Vermeden moet worden dat de discussie over de vraag of de markt efficiënt is een al te zelfstandige plaats gaat innemen. Marktefficiëntie is een theoretisch-economisch concept. In het Amerikaanse recht is de *fraud-on-the-market*-theorie niet van toepassing op claims wegens misleiding op de primaire markt, omdat deze niet efficiënt zou zijn. Om toch tot een verlichting van de bewijslast te komen zoeken Amerikaanse rechters vervolgens naar mijns inziens wat geforceerde constructies. Ik vind het in dit opzicht niet gewenst om in het Nederlandse recht aansluiting te zoeken bij de geldende versie van de *fraud-on-the-market*-theorie. Anders dan de Hoge Raad zou ik echter slechts een bewijsvermoeden willen aannemen op grond van het bewijs van onrechtmatig handelen (de misleiding) in combinatie met het bewijs van een residuele koersreactie (veelal op grond van een *event-study*). In dit geval is namelijk aannemelijk dat *de markt daadwerkelijk is misleid*, waardoor het redelijk is om voorshands aan te nemen dat ook de individuele belegger daadwerkelijk is misleid. Uiteindelijk zal de discussie over de mate van marktefficiëntie dan worden gevoerd in het kader van de bewijsrechtelijke betekenis van de *event-study*. De door mij verdedigde benadering vertoont enige verwantschap met het oordeel in de recente uitspraak *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*¹⁹⁵ dat een *fraud-on-the-market* vermoeden van *reliance* slechts kan worden aangenomen indien de belegger een residuele koersreactie aantoonst.¹⁹⁶ Mijn benadering sluit ook aan bij de voorwaarden die op grond van de omkeringsregel zouden gelden, voor zover deze kan worden

¹⁹⁵ *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).

¹⁹⁶ Die uitspraak is overigens wel in strijd met geldend Amerikaans recht (in het bijzonder *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)). In die uitspraak wordt verder geëist dat de belegger *loss causation* aantoonst alvorens een weerlegbaar vermoeden van *reliance* kan worden aangenomen. Dit is strikt genomen strenger dan het eisen van een residuele koersreactie, omdat er duidelijke aanwijzingen kunnen zijn voor een beïnvloeding van de marktprijs, maar het moeilijk is om aan te tonen dat en wanneer de onzuiverheid uit de koers is verdwenen.

toegepast. De door de Hoge Raad gevolgde benadering in het World Online-arrest is naar mijn oordeel te gunstig voor beleggers.

In hoeverre kan naar Nederlands recht een bewijsvermoeden worden aangenomen indien het niet gaat om het onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling en haar functionarissen, maar om onrechtmatig handelen van derden? Daarbij kan het dan gaan om de begeleidende banken (in geval van een misleidend prospectus) en de accountant (misleidende jaarrekening). Het misleidende beeld van de toestand van de vennootschap is *condicio sine qua non* voor de transactie (voorwaarden) waaruit schade voortvloeit. Voor zover derden op onrechtmatige wijze een bijdrage hebben geleverd aan het misleidende beeld van de toestand van de vennootschap, althans niet hebben voorkomen dat het misleidende beeld werd gegeven of in stand bleef, kan naar mijn oordeel op dezelfde wijze een bewijsvermoeden worden aangenomen als voor de uitgevende instelling en haar functionarissen.¹⁹⁷

Het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid wordt in het Amerikaanse recht niet gehanteerd ter zake van causaliteitsonzekerheid bij schadeclaims van beleggers. Naar Nederlands recht is gebleken dat een ‘alles of niets’-benadering ter zake van het csqn-verband in beginsel niet tot onredelijke gevolgen leidt. Door het gebruik van een event-study om de onzuiverheid in de beurskoers te onderbouwen wordt de vraag beantwoord welk deel/percentage van een koersbeweging is veroorzaakt door de misleidende voorstelling van zaken. Er is geen sprake van causaliteitsonzekerheid waarvoor het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid een oplossing zou moeten bieden. Waar de belegger aanvoert dat hij de transactie niet zou hebben verricht, leidt het aannemen van een voorshands bewijsvermoeden niet tot onbillijke gevolgen. Op een niet-efficiënte markt kan het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid wellicht een functie vervullen, in die zin dat slechts een deel van de gemeten (residuele) koersreactie wordt vergoed. De Hoge Raad oordeelde in het World Online-arrest evenwel dat ten aanzien van het bestaan van schade in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden.

Naar aanleiding van bovenstaande analyse kan nog de vraag worden gesteld of een *wettelijk* bewijsvermoeden ter zake van de eerste schakel van het csqn-verband – het verband tussen de misleiding en de transactie(voorwaarden) – wenselijk is.¹⁹⁸

197 Anders Van den Akker 2001, p. 180 die ten aanzien van de aansprakelijkheid van de accountant jegens derden meent dat het aannemen van een bewijsvermoeden als regel niet gerechtvaardigd is. Volgens haar kan voor wat betreft het causaal verband onduidelijk zijn of de jaarrekening überhaupt een rol in het beslissingsproces heeft gespeeld, en zo ja, wat de invloed van de informatie op het beslissingsproces is geweest. Door de schending van de jegens derden bestaande zorgvuldigheidsnorm is de ontstane verhoogde kans op schade volgens haar niet aanzienlijk, hetgeen zij kennelijk als voorwaarde ziet voor het aannemen van een bewijsvermoeden.

198 Zie bijvoorbeeld het voorstel van Raaijmakers 2008, p. 71 voor een weerlegbaar wettelijk vermoeden in art. 6:195 BW: “Indien een misleidende mededeling als bedoeld in artikel 194 de prijsvorming van een effect beïnvloedt en een belegger dientengevolge schade lijdt, wordt de schade vermoed te zijn veroorzaakt door de misleidende informatie.”

Naar mijn oordeel biedt de algemene bepaling van art. 150 Rv de rechter voldoende flexibiliteit om te komen tot een redelijke verdeling van de bewijslast (zie hiervoor § 5.3.2.b e.v.). De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest op (te) vergaande wijze de bewijslast van de belegger verlicht. Een wettelijk vermoeden is mede hierdoor overbodig.

5.3.3 Het intreden van (rechtens vergoedbare) vermogensschade

a. Beleggingstransactie zou tegen gunstigere marktprijs zijn verricht

De tweede schakel van het csqn-verband ziet op het causale verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de gevorderde vermogensschade (§ 2.5.3.b). Anders gezegd moet er vermogensschade intreden door of na het verrichten van de transactie.

In geval van een misleidend positieve voorstelling van zaken, onderscheid ik drie manieren waarop de belegger zijn vermogensschade kan omschrijven. In de eerste plaats kan hij stellen dat hij een verlies heeft geleden in de vorm van een koersdaling na bekendwording van de waarheid.¹⁹⁹ Denkbaar is echter dat de belegger hiermee zijn schadeclaim beperkt, indien de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop nadien door inwerking van externe factoren reeds geheel of gedeeltelijk uit de koers was verdwenen voordat de waarheid bekend werd (zie § 4.4.1.b). De koersdaling nadat de waarheid bekend wordt, kan dan kleiner zijn dan het bedrag van de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop. De belegger zou daarom zijn vermogensschade kunnen omschrijven als het door het aanhouden van de effecten geleden verlies van het bedrag dat bij aankoop meer is betaald dan zonder de misleiding het geval was geweest.^{200,201} Een derde mogelijkheid is dat de belegger de vermogensschade omschrijft als de marktwaarde van het aantal effecten dat bij aankoop ten onrechte niet is verkregen (zie § 4.4.1.h, waarin ik ook uitwerk hoe deze schade kan worden uitgesplitst in een verlies en gederfde winst).²⁰²

Hoe de belegger zijn vermogensschade ook omschrijft, in de praktijk zal het bewijs van de tweede schakel van het csqn-verband doorgaans moeten worden geleverd door middel van een deskundigenrapport waarin wordt onderbouwd dat er

199 In deze zin A-G Timmerman in zijn conclusie (nr. 4.7.5.2) voor HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.): “het causale verband tussen de misleiding en de schade van de belegger die samenhangt met de koersdaling na het bekend worden van de misleiding”.

200 Deze schadeclaim zou onder omstandigheden nog kunnen worden aangevuld met een claim tot vergoeding van schade die het gevolg is van verkoop tegen een paniekprijs na bekendwording van de waarheid.

201 Overigens meen ik dat deze wijze van inkleding van de schadeclaim de belegger niet helpt. Voor vergoeding komt ex art. 6:98 BW slechts voor vergoeding in aanmerking het minimum van de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop en de residuele koersdaling na bekendwording van de waarheid (§ 4.5.3.d).

202 Ook in dit geval is de omvang van de vergoedingsplicht naar mijn oordeel niet groter dan wanneer de belegger stelt dat zijn schade is gelegen in de koersdaling na bekendwording van de waarheid. Zie § 4.5.3.d.

sprake was van een *residuele* koersdaling na bekendwording van de waarheid (een waardedaling gecorrigeerd voor algemeen-economische, sectorgerelateerde of andere bedrijfsspecifieke informatie). De residuele koersdaling moet in verband kunnen worden gebracht met de onzuiverheid in de koers op het moment van aankoop. Dit is niet altijd eenvoudig, vooral niet indien door meerdere misleidende mededelingen de kunstmatige inflatie stapsgewijs toenam in het tijdvak van de misleiding en de residuele koersdaling dus een indicatie is voor de totaal opgebouwde kunstmatige inflatie op het moment dat de waarheid bekend werd. Het bewijs van de schakels van het csqn-verband loopt vaak van achteren naar voren. Men observeert een residuele koersreactie, en zal moeten beargumenteren dat de koers op het eerdere moment van aankoop eveneens op een onzuiver niveau stond (met andere woorden, dat transactiecausaliteit aanwezig was). De *omvang* van de onzuiverheid in de koers komt aan de orde in het kader van de schadebegroting. Ik moet er nog op wijzen dat de kunstmatige inflatie door externe factoren volledig uit de koers kan verdwijnen voordat de waarheid bekend wordt. In dat geval zal geen residuele koersdaling kunnen worden aangetoond na bekendwording van de waarheid. De belegger kan de tweede schakel van het csqn-verband niettemin aantonen indien hij zijn schade omschrijft op de tweede of derde hierboven bedoelde manier en aannemelijk weet te maken dat (i) de koers bij aankoop op een onzuiver hoog niveau stond en (ii) de kunstmatige inflatie vervolgens uit de koers is verdwenen. Ook door geleidelijk uitlekken van de waarheid kan het onmogelijk blijken te zijn om een residuele koersdaling aan te tonen. Dit wil echter niet zeggen dat er geen schade is geleden als gevolg van de misleiding.

In geval van een misleidend pessimistische voorstelling van zaken wordt op het moment van verkoop direct vermogensschade geleden als de marktprijs was beïnvloed, zij het dat de belegger eerst later met zijn schade bekend wordt. De eerste en tweede schakel van het csqn-verband vallen samen. Niet van belang is of de belegger zijn schade omschrijft als de gederfde winst per effect dat daadwerkelijk is verkocht, of als de marktwaaarde van het aantal effecten dat ten onrechte werd verkocht (§ 4.4.2.b). De belegger dient aan te tonen dat de koers op het moment van verkoop was beïnvloed. Daarbij zal hij doorgaans gebruik moeten maken van een geobserveerde residuele koersstijging na bekendwording van de waarheid.

Voor de wijze waarop een (residuele) koersreactie door een belegger aannemelijk kan worden gemaakt, en de wijze waarop de rechter het bewijs dient te waarderen, verwijs ik naar de analyse in § 5.2.3 en § 5.3.2.a.²⁰³

b. Beleggingstransactie zou niet zijn verricht

Hoe verloopt de analyse indien de belegger stelt dat hij zonder de misleiding de aan- of verkooptransactie in het geheel niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs)? Ik roep in herinnering dat bij deze modaliteit van transactiecausaliteit

²⁰³ Zie voorts § 5.3.2.e voor de mogelijke toepassing van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid in geval van een niet-efficiënte markt.

ook vermogensschade kan voortvloeien uit de misleiding indien de marktprijs *niet* was beïnvloed op het moment van de transactie.²⁰⁴

Indien de uitgevende instelling een misleidend positieve voorstelling van zaken heeft gegeven, roept de (vermogens)vergelijksmethode de vraag op hoe de belegger in het hypothetische geval het aankoopbedrag had aangewend. Slechts op die manier kan worden vastgesteld of de gestelde vermogensschade daadwerkelijk in een csqn-verband staat met de misleiding. De belegger zou zijn vermogensschade kunnen omschrijven als de waardedaling ten opzichte van de aankoopprijs (een verlies), en daarnaast eventueel nog de winst die is gederfd doordat bij alternatieve aanwending van het aankoopbedrag een positief resultaat zou zijn behaald. Het beleggingsgedrag en -profiel van de belegger – waarover door hem gegevens moeten worden verschaft – zullen een rol kunnen spelen bij de beantwoording van de vraag of het oorzakelijk verband tussen de gestelde schade en de misleiding bewezen kan worden geacht. Met behulp van deze gegevens zal getracht moeten worden te achterhalen in welke vermogenspositie de belegger zonder de misleiding waarschijnlijk zou hebben verkeerdd. Uiteindelijk zal het oorzakelijk verband (of: het *bestaan* van schade die het gevolg is van de misleiding) op vergelijkbare manier door de belegger moeten worden onderbouwd als de *omvang* van de schade. Ik zal hierop uitvoeriger ingaan in § 5.3.4.a.

Bij het voorgaande heb ik verondersteld dat de bewijslast (en daarmee het bewijsrisico) ten aanzien van de stelling dat in de hypothetische situatie een betere vermogenstoestand zou zijn bereikt, rust op de belegger. Naar mijn oordeel vloeit dit voort uit de hoofdregel van art. 150 Rv.²⁰⁵ Uiteraard is denkbaar dat de gedaagde partij in het processuele debat niet aanvoert dat bij alternatieve aanwending van het aankoopbedrag de belegger in een even slechte of slechtere vermogenstoestand zou zijn komen te verkeren. Het processuele debat spitst zich mogelijk alleen toe op de vraag of de belegger de transactie niet zou hebben verricht. Zo lijkt het in de praktijk vaak te gaan. Stilzwijgend wordt dan verondersteld dat de vermogenspositie van de belegger zonder de misleiding stationair zou zijn gebleven. Niettemin is ook een meer volledige betwisting van het csqn-verband door gedaagde mogelijk.

Schild lijkt in een bijdrage over effectenleasegeschillen anders dan ik aan te nemen dat gedaagde in beginsel aannemelijk moet maken dat de belegger zonder de misleiding in een even slechte (of nog slechtere) vermogenspositie zou hebben verkeerdd.²⁰⁶ Een belegger hoeft zijns inziens in een effectenleasegeschil met het oog op het csqn-vereiste slechts te stellen dat hij het product niet zou hebben gekocht als de bank aan zijn zorgplicht had voldaan. Ik neem aan dat hij hetzelfde zou oordelen bij misleiding door een uitgevende instelling. Denkbaar is vervolgens dat gedaagde deze stelling betwist, dan wel dat gedaagde een zogenaamd ‘bevrijdend’ (of zelfstandig) verweer voert. Het gaat hierbij om een verweer waarbij een partij

204 Hoewel ik meen dat er in dat geval geen *rechtens vergoedbare* schade wordt geleden.

205 Enzo Pijs 2009c, p. 135.

206 Zie Schild 2009, p. 261.

zelf feiten aandraagt die, indien bewezen, ertoe leiden dat de vordering moet worden afgewezen. In beginsel rust op grond van art. 150 Rv de bewijslast – en daarmee het bewijsrisico – van deze feiten op die partij. Een bevrijdend verweer wordt wel als een ‘ja, maar’-verweer omschreven en een ‘gewoon’ verweer als een ‘nee, want’-verweer.²⁰⁷ Indien de bank het bestaan van csqn-verband betwist met de stelling ‘nee, je zou de effectenlease-overeenkomst toch wel hebben gesloten’ betreft dat volgens Schild een ‘gewoon’ verweer. Indien de bank zou aanvoeren: ‘ja, maar anders had je zelf een lening bij de bank genomen, zelf aandelen aangeschaft en was je schade minstens zo groot geweest’, dan gaat het volgens hem om een bevrijdend verweer. Op de bank rust zijns inziens dan de stelplicht en in beginsel ook de bewijslast ten aanzien van die feiten. Dit betoog van Schild moet worden bestreden. Ik zou menen dat het ook in het laatste geval gaat om een normale betwisting van het gestelde csqn-verband tussen de gestelde schade en de normschending, niet om een zelfstandig verweer waarbij de bewijslast op gedaagde rust. Zelfs als hierover anders moet worden geoordeeld, mogen in misleidingszaken mijns inziens dan toch hogere eisen worden gesteld aan de motivering van de betwisting van de stelling van gedaagde door de belegger. De belegger in een beursgenoteerd effect is voor de uitgevende instelling of andere aangesproken partijen doorgaans een volstrekte onbekende. De aangesproken partijen zullen dan geen inzicht hebben in het (vroegere) beleggingsgedrag en -profiel van de belegger. Ook voor de begroting van de schade(omvang) is van belang hoe de belegger zonder de misleiding zou hebben gehandeld (zie hierna § 5.3.4.a).

Indien het gaat om een misleidend negatieve voorstelling van zaken, kan de belegger als schadepost opvoeren het verschil tussen de verkoopprijs en de (hogere) koers na bekendwording van de waarheid. Het gaat hier dan om gederfde winst. Eventueel kan de belegger ook nog een verlies opvoeren als schadepost, voor zover hij denkt aannemelijk te kunnen maken dat hij de verkoopopbrengst heeft geïnvesteerd in een beleggingsobject waarvan de waarde is afgenomen. Indien vast staat dat de verkoop niet zou zijn verricht, ontbreekt het csqn-verband tussen de opgevoerde schade en de normschending slechts als de belegger de verkoopopbrengst zo heeft geïnvesteerd dat de werkelijke vermogenspositie op het moment dat de waarheid bekend wordt, beter is dan de hypothetische vermogenstoestand waarin de belegger zou hebben verkeerd als hij het effect nog had gehad. Dit laatste kan zich voordoen als de koers direct na bekendwording van de waarheid op een vergelijkbaar (of lager) niveau staat als de prijs waartegen de effecten eerder zijn verkocht. Ook hier geldt dat het oorzakelijk verband (of: het *bestaan* van schade die het gevolg is van de misleiding) op vergelijkbare manier door de belegger moeten worden onderbouwd als de *omvang* van de schade (zie § 5.3.4.a).

207 Zie bijvoorbeeld A-G Bakels in zijn conclusie (nr 4) voor HR 15 december 2006, NJ 2007, 203.

c. Beleggingstransactie zou tegen gunstigere marktprijs of geheel niet zijn verricht
De belegger kan aanvoeren dat hij de transactie zonder de onrechtmatige gedraging tegen een gunstigere marktprijs, *dan wel* in het geheel niet zou hebben verricht. Hij kan zijn schade vervolgens op verschillende manieren omschrijven (vgl. hierboven § 5.3.3.a-b). De tweede schakel van het csqn-verband kan de belegger in dit geval onderbouwen met behulp van een residuele koersreactie en gegevens over zijn beleggingsgedrag en -profiel. Voor zover in (de hypothetische) werkelijkheid de belegger de transactie tegen een gunstigere marktprijs zou hebben verricht, levert een residuele koersreactie min of meer direct bewijs op.²⁰⁸ Voor zover de belegger de transactie niet zou hebben verricht, vormt de residuele koersreactie na bekendwording van de waarheid een belangrijke indicatie voor het csqn-verband tussen de gevorderde vermogensschade en de misleiding. Strikt genomen is echter denkbaar dat de gestelde schade in het laatste geval niet in oorzakelijk verband staat met de misleiding, gelet op de wijze waarop de vermogenspositie van de belegger zich zou hebben (c.q. heeft) ontwikkeld (zie § 5.3.3.b). Daarom kunnen ook gegevens over het beleggingsgedrag en -profiel van belang zijn. Zolang de kans dat de belegger de transactie ook zonder de misleiding had verricht (tegen de dan geldende marktprijs) groter is dan 50%, kan naar mijn oordeel op basis van het bewijs van een residuele koersreactie tevens bewezen worden geacht dat de gevorderde vermogensschade het gevolg is van de misleiding. Indien die kans kleiner is, zullen de gegevens over beleggingsgedrag en -profiel belangrijker worden.²⁰⁹

5.3.4 De omvang van de schade

a. Hoofregel

Transactie zou tegen een gunstigere marktprijs zijn verricht

De schadeomvang hangt in de eerste plaats af van de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers. Hierboven is bij de behandeling van de schakels van het csqn-verband betoogd dat het aan de belegger is om aan te tonen dat de koers was beïnvloed. Het bepalen van de precieze omvang van de onzuiverheid in de koers is een kwestie van schadebegroting. Volgens de Hoge Raad geldt ten aanzien van het

208 Ik schrijf 'min of meer' omdat de residuele koersreactie moet kunnen worden gerelateerd aan de onzuiverheid in de koers op het moment van de transactie.

209 In dit laatste geval kan bij bewijsmoeilijkheden ook nog worden gedacht aan toepassing van het leerstuk van de kansschade (zie § 5.3.4.b). De kans dat de belegger de transactie tegen een gunstigere koers zou hebben verricht is kleiner dan 50%, maar op basis van het leerstuk van de kansschade kan de omvang van die kans dan worden beschouwd als vergoedbare vermogensschade. De omvang van de kansschade volgt dan uit de kans dat de transactie tegen een gunstigere koers zou zijn verricht alsmede de omvang van de residuele koersreactie. De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest (HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.) echter geoordeeld dat in beginsel de gewone bewijsregels gelden ter zake van het bestaan van schade, zodat het leerstuk van de kansschade in beginsel niet kan worden toegepast.

bestaan en de omvang van de schade in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden, waarbij de rechter bevoegd is de schade te begroten op een de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is, of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld.²¹⁰ Nu geldt in misleidingszaken dat de feiten die door een belegger worden aangevoerd om aan te tonen *dát* de koers was beïnvloed (een event-study), tevens dienen ter onderbouwing van de *omvang* van de onzuiverheid in de beurskoers. Bij de reconstructie van de hypothetische prijslijn op basis van een geobserveerde residuele koersreactie kunnen zich nog wel diverse onzekerheden voordoen (§ 5.2.3), waarbij de bevoegdheid van de rechter om de omvang van de onzuiverheid te schatten van pas komt. De deskundige van de belegger, of de door de rechter benoemde deskundige, zal trachten het verloop van de hypothetische prijslijn met een redelijke mate van zekerheid in kaart te brengen. Indien dit niet goed mogelijk is, kan volgens Pijls mogelijk worden gewerkt met kansscenario's van het hypothetische koersverloop.²¹¹ De rechter zou dan bij de schadebegroting de goede en kwade kansen kunnen afwegen, en een redelijke verwachtingswaarde van de hypothetische prijslijn kunnen vaststellen.^{212, 213} Indien de deskundige zelfs niet in staat is om kansscenario's te genereren, zou de rechter volgens Pijls kunnen overgaan tot schadevaststelling *ex aequo et bono*. Pijls neemt hierbij aan dat nog aannemelijk is *dát* de koers was beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken. Ik betwijfel echter of dit laatste wel kan worden aangenomen, indien de deskundige kennelijk niet in staat is geweest om het verloop van de hypothetische prijslijn met een redelijke mate van zekerheid in kaart te brengen of kansscenario's te schatten. Het is de vraag hoe men dan heeft bewezen *dát* de koers was beïnvloed *op het moment van de transactie*. Wat hier verder van zij, de rechter heeft de vrijheid om de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers naar billijkheid te schatten (al dan niet met behulp van kansscenario's), maar dient zijn beslissing zodanig te motiveren dat zij inzicht geeft in de aan haar ten grondslag liggende gedachtegang om de beslissing controleerbaar en aanvaardbaar te maken.²¹⁴

Behalve een onderbouwing van de onzuiverheid in de beurskoers is voor het begroten van de schade een overzicht vereist van de verrichte aan- en verkooptransacties. Het vereiste transactieoverzicht zal in de eerste plaats betrekking moeten

210 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

211 Pijls 2009c, p. 140.

212 Terecht merkt Pijls 2009c, p. 141 op dat ook normatieve overwegingen kunnen meespelen, zoals het vaststaan van de normschending (waardoor beleggers de mogelijkheid is ontnomen zekerheid te verschaffen over het verloop van de hypothetische prijslijn), de strekking van de geschonden norm (beschermen tegen onzuivere prijsvorming), alsmede de mate van verwijtbaarheid.

213 Niet bezwaarlijk is volgens Pijls 2009c, p. 140 dat de werkwijze van 'afweging van goede en kwade kansen' door de wetgever is beschreven met het oog op *toekomstige* schade (art. 6:105 lid 1 BW), en niet voor schade die zich in het verleden heeft voorgedaan. Dit lijkt mij juist. De formulering in art. 6:97 BW dat de rechter de omvang van de schade kan schatten, is voldoende ruim om deze 'methode' te omvatten, ook voor schade die zich in het verleden heeft voorgedaan.

214 Zie bijv. HR 25 oktober 2002, NJ 2003, 171 m.nt. M. Scheltema; HR 5 december 2003, NJ 2004, 74.

hebben op de periode van de misleiding. In geval van een te rooskleurige voorstelling van zaken zal de belegger moeten aantonen dat hij effecten heeft gekocht nadat de misleiding een aanvang nam, en voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend werd. De gekochte effecten moeten tevens zijn gehouden tot het moment waarop de kunstmatige inflatie uit de koers verdween. Gematerialiseerde schade op effecten die in de periode van de misleiding zowel zijn gekocht als verkocht (*in-and-out trades*) komt naar mijn oordeel namelijk niet voor vergoeding in aanmerking (§ 4.5.3), zodat de belegger zal moeten aantonen dat de gekochte effecten nog werden gehouden op het moment dat de waarheid bekend werd. Gedaagde zal in beginsel een beroep moeten doen op deze beperkende (toerekenings)regel. In geval van een misleidend pessimistische voorstelling van zaken zal de belegger eveneens moeten aantonen dat de verkooptransacties werden verricht in het tijdvak dat de koers op een onzuiver laag niveau stond. De schade materialiseert zich direct op het moment van verkoop.

Door middel van het overzicht van de verrichte aan- en verkooptransacties tijdens de periode van de misleiding kan tevens rekening worden gehouden met behaalde voordelen in de zin van art. 6:100 BW. Het gaat daarbij in geval van een te rooskleurige voorstelling van zaken om effecten die reeds werden gehouden op het moment dat de periode van de misleiding begon, maar werden verkocht voordat de waarheid bekend werd (de koers stond op een kunstmatig hoog niveau). Het kan ook gaan om effecten die in de periode van de misleiding zowel zijn gekocht als verkocht, terwijl de kunstmatige inflatie in de koers toenam tussen het moment van aan- en verkoop. In geval van een te pessimistische voorstelling van zaken gaat het om aankopen tegen een kunstmatig lage koers in het tijdvak van de misleiding. Het is aan gedaagde om gemotiveerd aan te voeren dat eiser een voordeel heeft ontvangen. Dit zal echter op basis van het door de belegger overgelegde transactie-overzicht eenvoudig zijn.

Ook een overzicht van de koersontwikkeling en de transacties in het effect *nadat* de waarheid bekend werd is van belang. Dit houdt verband met het feit dat er sprake kan zijn van een overreactie na het bekend-worden van de werkelijke toestand van de vennootschap, waarvoor gecorrigeerd dient te worden (voor zover de wederpartij ten minste de schadeomvang gemotiveerd betwist). Er kan sprake zijn van extra schade indien de belegger in een paniecreactie verkoopt na een koersdaling, en voordat de koers weer op een ‘normaal’ niveau staat (zie § 4.5.3.f). Deze schade zal evenwel door de belegger gemotiveerd moeten worden gesteld. Ten slotte kan de koersontwikkeling na disclosure vooral van belang zijn indien de volle omvang van de waarheid stapsgewijs bekend wordt. De koersreacties naar aanleiding van latere disclosures verschaffen informatie over de werkelijke omvang van de onzuiverheid van de beurskoers.

Voor de schadebegroting maakt het verschil of de belegger een aankoopopdracht gaf in *aantallen* effecten of in een *eurobedrag* (§ 4.4.1.b-h). De rechter zou van de belegger kunnen verlangen dat hij inzicht biedt de wijze waarop hij destijds zijn beleggingsbeslissing nam. Overigens heb ik verdedigd dat de omvang van de

vergoedingsplicht per (werkelijk) verkregen effect in beide gevallen op dezelfde wijze wordt begrensd door de onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3.d). Mede gelet hierop zou ik mij kunnen voorstellen dat de rechter – indien praktisch niet goed of slechts tegen hoge kosten kan worden vastgesteld welk van de twee gevallen de werkelijkheid het beste benadert – abstraheert van het hier bedoelde onderscheid op grond van de vrijheid die hem krachtens art. 6:97 BW toekomt bij de schadebegroting. Voor een misleidend pessimistische voorstelling van zaken zou hetzelfde gelden.

Transactie zou niet zijn verricht

De onderbouwing van de omvang van de schadeclaim gaat iets anders indien vast staat dat de transactie zonder de misleidende voorstelling van zaken in het geheel niet zou zijn verricht. Ik roep in herinnering dat schade in beginsel concreet wordt begroot door vergelijking van de vermogenstoestand zoals deze is, met de vermogenstoestand zoals deze zonder de misleiding *zou zijn geworden* (§ 2.5.2.b).

Indien de uitgevende instelling een misleidend positieve voorstelling van zaken heeft gegeven, is doorgaans onzeker in welke vermogenspositie de belegger zou zijn komen te verkeren in de hypothetische situatie dat hij de effecten niet had gekocht. Gemakshalve zou – zoals in de praktijk meestal lijkt te gebeuren – verondersteld kunnen worden dat de vermogenspositie stationair zou zijn gebleven tot aan het moment waarop de waarheid bekend werd.²¹⁵ In dat geval is de schadeomvang per effect simpelweg het verschil tussen de aankoopprijs en de (lagere) koers na bekendwording van de waarheid (§ 4.4.1.i).²¹⁶ Deze veronderstelling van stationariteit dient naar mijn oordeel steun te vinden in gegevens over het beleggingsgedrag (is er bijvoorbeeld een bestendige defensieve gedragslijn?²¹⁷) en het beleggingsprofiel²¹⁸ van de belegger, van wie mag worden verlangd dat hij deze gegevens verschaft. Ten aanzien van een actieve belegger lijkt het mij doorgaans redelijker om te veronderstellen dat hij zonder de misleiding ook algemeen beleggingsrisico had gelopen. De koersontwikkeling van het desbetreffende effect kan dan worden vergeleken met een gekozen benchmark.²¹⁹ Bij benadering meet men

215 Verondersteld kan ook worden dat het aankoopbedrag op een spaarrekening was gezet, zodat het vermogen licht zou zijn toegenomen.

216 Als de koers na bekendwording van de waarheid op een hoger niveau staat dan de aankoopprijs, heeft de belegger geen schade geleden.

217 Vgl. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 273, die verwijzen naar KCHB 12 februari 2001 [niet: 2000 zoals vermeld op www.dsi.nl, BdJ], nr. 1; KCHB 27 augustus 2001, nr. 10; KCD 20 oktober 2003, nr. 58.

218 Hiermee doel ik op het cliëntenprofiel (ook wel: risicoprofiel), waarover Grundmann-van de Krol 2008, p. 552–554; Van Baalen 2006, p. 184 e.v.

219 Vgl. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 272, die verwijzen naar KCD 14 juli 2004, nr. 105; KCD 7 juni 2004, nr. 96; KCD 3 juni 2004, nr. 81.

dan de residuele koersreactie.^{220,221} De belegger zal voorts een overzicht moeten verstrekken van de aan- en verkooptransacties in het desbetreffende effect tijdens de periode van de misleiding en na het bekend-worden van de waarheid, om de *huidige* vermogenstoestand te onderbouwen. Bij het bovenstaande past een nuancerende kanttekening. Op grond van redelijke toerekening ex art. 6:98 BW moet de vergoeding (per effect) naar mijn oordeel worden beperkt tot het bedrag van de onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3.e).²²² De onzekerheid over de wijze waarop de schade die in een csqn-verband staat met de misleiding moet worden begroot, hoeft dus niet te leiden tot grote verschillen in de rehtens vergoedbare schade-omvang.

Hoe verloopt de begroting (althans schatting) van de schade in geval van een misleidend negatieve voorstelling van zaken? Voor de *hypothetische* vermogenstoestand kan simpelweg worden gekeken naar de werkelijke koers van het desbetreffende effect (na bekendwording van de waarheid) dat zonder de misleiding niet zou zijn verkocht. De *huidige* vermogenstoestand is wat lastiger te bepalen. Strikt genomen moet namelijk worden nagegaan hoe de belegger de verkoopopbrengst heeft aangewend tot aan het moment waarop de waarheid bekend werd. Als de verkoopopbrengst onderdeel gaat uitmaken van het totale vermogen van de belegger, kan het bedrag daarna niet meer ‘gevolgd’ kan worden om te bepalen wat er vervolgens mee is gebeurd. Men kan slechts bepaalde veronderstellingen hierover doen. Aangezien een verkoop van effecten betekent dat de belegger niet langer beleggingsrisico wenst te lopen (op de desbetreffende effecten), zou gemakshalve kunnen worden verondersteld dat de actuele vermogenspositie stationair is gebleven tot aan het moment waarop de waarheid bekend wordt. Ik verwacht dat schadeclaims zich doorgaans voordoen in het geval dat koersgevoelige informatie over een overname niet tijdig openbaar is gemaakt. Het tijdvak van de misleiding is dan doorgaans zeer kort. Het is dan niet onredelijk om een veronderstelling van stationariteit te hanteren. In dat geval is de schade per effect gelijk aan het verschil tussen de verkoopprijs en de (hogere) koers na bekendwording van de waarheid. Mogelijk zal het in bepaalde omstandigheden op basis van het beleggingsgedrag en -profiel redelijker zijn te veronderstellen dat het verkoopbedrag opnieuw

220 De vraag is alleen welk tijdvak moet worden gekozen voor de vergelijking. Indien dit tijdvak loopt van het moment waarop de waarheid bekend begon te worden tot het moment waarop de nieuwe informatie in de koers kan worden geacht te zijn verwerkt (kortom, het *event window* dat in § 5.2.3.b is besproken), meet men precies de residuele koersreactie. De keuze voor dit tijdvak is te rechtvaardigen indien wordt aangenomen dat de koersontwikkeling vergeleken met de benchmark voorafgaand aan de bekendwording van de waarheid geen aanspraak geeft op rehtens vergoedbare schade (§ 4.5.3). Indien het tijdvak wordt genomen vanaf het moment van aankoop tot aan het moment waarop de waarheid bekend wordt, meet men bij benadering nog steeds de onzuiverheid in de beurskoers, maar zijn de afwijkingen groter.

221 Hierdoor wordt ook het probleem geëcarteerd dat de belegger die stelt dat hij de effecten niet zou hebben gekocht geen aanspraak zou hebben op schadevergoeding indien de actuele koers of verkoopprijs op een hoger niveau ligt dan de aankoopprijs (§ 4.4.1.i).

222 Aangenomen dat de gedaagde partij zich beroept op deze beperkende toerekeningsregel.

geïnvesteerd zou zijn in effecten. De actuele vermogenspositie kan dan worden bepaald aan de hand van een benchmark.

Transactie zou tegen een gunstigere marktprijs of geheel niet zijn verricht

Gewezen is op de mogelijkheid dat de belegger stelt dat hij de transactie tegen een gunstigere marktprijs, dan wel in het geheel niet zou hebben verricht zonder de onrechtmatige gedraging. Achteraf kan bijvoorbeeld slechts worden geconstateerd dat de belegger met een bepaalde kans van X de transactie wel zou hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs), en met een kans van $(1 - X)$ de transactie niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs). Aangezien de schade die in een csqn-verband staat met de onrechtmatige gedraging verschillend is voor beide vormen van transactiecausaliteit (§ 4.4.1 en § 4.4.2), roept dit de vraag op hoe de schade in dit geval dient te worden begroot. In de eerste plaats zou ervoor kunnen worden gekozen om als $X > 0,5$ slechts uit te gaan van het scenario dat de belegger de transactie wel zou hebben verricht, en als $X < 0,5$ slechts uit te gaan van het scenario dat de transactie niet zou zijn verricht.²²³ Bij de schadebegroting geldt dan hetgeen ik heb opgemerkt ten aanzien van de afzonderlijke vormen van transactiecausaliteit. Een andere oplossing is om met behulp van de gewichten X en $(1 - X)$ de ‘gemiddelde’ schade te bepalen. Indien bijvoorbeeld de kans X gelijk is aan 0,4, de feitelijke schade behorend bij de eerste vorm van transactiecausaliteit gelijk is aan 100, en de feitelijke schade behorend bij de tweede vorm van transactiecausaliteit gelijk is aan 150, dan is de gemiddelde feitelijke schade $(0,4 * 100 + 0,6 * 150 =) 130$.

Bij het bovenstaande moet worden bedacht dat de rechtens vergoedbare schade naar mijn oordeel voor beide modaliteiten op dezelfde manier wordt begrensd door de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers. Om die reden kan worden betoogd dat het onderscheid tussen beide modaliteiten minder van belang is dan op het eerste gezicht zou kunnen worden gedacht.

b. Proportionele schadevergoeding; kansschade

Hiervoor ben ik reeds ingegaan op de betekenis van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid voor misleiding op de effectenmarkt (§ 5.3.2.e). Bij dit leerstuk gaat het om een aansprakelijkheid corresponderend met de kans dat het desbetreffende nadeel is veroorzaakt door de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis, waarmee een oplossing wordt geboden voor het probleem van causaliteitsonzekerheid.²²⁴

Een andere oplossing voor causaliteitsonzekerheid betreft de theorie van de verlies van een kans. Hierbij gaat het om een interpretatie van het begrip schade: de (omvang van de) kans dat zonder de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid is gebaseerd een bepaald nadeel zou zijn uitgebleven, dan wel een bepaald voordeel

²²³ Deze werkwijze biedt geen oplossing als $X = 50\%$.

²²⁴ Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 54.

zou zijn behaald, wordt beschouwd als vergoedbare vermogensschade.²²⁵ Indien het csqn-verband tussen de onrechtmatige gedraging en de kansschade wordt aangetoond, komt deze kansschade voor vergoeding in aanmerking. Door middel van de theorie van het verlies van een kans wordt het probleem van het causaliteitsbewijs tussen de onrechtmatige gedraging en de hierdoor veroorzaakte daadwerkelijke of definitieve schade omzeild. Het bewijs van een csqn-verband tussen de fout en de verloren gegane kans is doorgaans gemakkelijker te leveren dan het hiervoor bedoelde causaliteitsbewijs. De omvang van kansschade wordt vervolgens begroot aan de hand van de daadwerkelijk geleden schade (het verschil tussen de hypothetische en actuele situatie) en de grootte van de kans dat de gunstigere hypothetische situatie zich zou hebben voorgedaan.²²⁶ De begroting van de kansschade levert minder problemen op dan het hiervoor bedoelde causaliteitsbewijs, omdat de rechter de vrijheid heeft op grond van art. 6:97 BW de omvang daarvan te schatten indien een nauwkeurige vaststelling niet mogelijk is.

In de rechtspraak van de Hoge Raad is het leerstuk toegepast op aansprakelijkheid van een advocaat die een fatale termijn heeft laten verlopen.²²⁷ Uit de lagere rechtspraak blijkt ook dat het leerstuk is toegepast op medische fouten waardoor de kans op een beter resultaat bij adequaat medisch handelen verloren is gegaan.²²⁸ In de jurisprudentie van (de Commissie van Beroep inzake) de Klachtencommissie DSI is het leerstuk ook toegepast indien een belegger claimt winstgevendende transacties te zijn misgelopen.²²⁹

In de literatuur wordt wel onderscheiden tussen gevallen waarin de onzekerheid betrekking heeft op hetgeen in de toekomst zou geschieden (zou in hoger beroep een gunstiger resultaat zijn behaald als de advocaat geen fatale termijn had laten verlopen?) en die waarin de onzekerheid betrekking heeft op de toedracht van de feiten die zich in het verleden hebben voorgedaan (is de longkanker van een werknemer veroorzaakt door roken of door blootstelling aan asbest?). Verdedigd wordt dan dat de benadering via het leerstuk van de verloren gegane kans de voorkeur heeft in het eerste type gevallen, en een benadering via het causaliteitsleerstuk (zie § 5.3.2.e) in het tweede type gevallen.²³⁰ Akkermans betoogt dat er geen sprake is van een fundamenteel onderscheid tussen beiden categorieën van gevallen.²³¹ Hartkamp & Sieburgh betogen dat het onderscheid niet zuiver is. Zo kan ten aanzien van de door asbest veroorzaakte longkanker worden betoogd dat daarin eveneens een onzekerheid in de toekomst verborgen zit. Het is namelijk niet meer vast te stellen of de longkanker zich ook zonder de onrechtmatige blootstelling

225 Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 57.

226 Zie concl. A-G Wuisman, nr. 3.4.1 bij HR 19 januari 2007, NJ 2007, 63.

227 HR 24 oktober 1997, NJ 1998, 257; HR 19 januari 2007, NJ 2007, 63; HR 16 februari 2007, NJ 2007, 256.

228 Zie bijv. Hof Amsterdam 4 januari 1996, NJ 1997, 213.

229 KCHB 12 februari 2001, nr. 1.

230 Nieuwenhuis 2002, p. 1712–1717; Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 57.

231 Akkermans 2000, p. 87–101.

aan asbest zou hebben ontwikkeld, waarmee er sprake is van het verlies van een kans.²³²

Hierboven wees ik er reeds op dat het twijfelachtig is of de Hoge Raad, gelet op het World Online-arrest²³³, proportionele aansprakelijkheid toestaat in misleidingszaken (§ 5.3.2.e). In het verlengde hiervan kan ook sterk worden betwijfeld of het leerstuk van de kansschade relevant is in misleidingszaken, omdat beide leerstukken een oplossing bieden voor de problematiek van causaliteitsonzekerheid. Ik zal hieronder niettemin onderzoeken hoe het leerstuk van de verloren gegane kans zou kunnen worden toegepast.

Eerst het geval waarin de belegger stelt dat hij de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs had verricht. Zoals ik opmerkte bij de bespreking van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid, is er geen causaliteitsonzekerheid waarvoor een oplossing moet worden gevonden indien uit een event-study niet blijkt van een abnormaal rendement. Aan de toepassing van het leerstuk van de verloren gegane kans valt slechts te denken indien er wel sprake was van een abnormaal rendement, maar gelet op de inefficiëntie van de markt niet met een redelijke mate van zekerheid kan worden gezegd of dit abnormale rendement werkelijk het gevolg is van de misleiding. In dat geval zou de omvang van de kans dat zonder de misleiding de (residuele) ongunstige waardeontwikkeling zich niet had voorgedaan, kunnen worden beschouwd als vergoedbare vermogensschade. Het behoeft geen verdere toelichting dat het bepalen van de grootte van de kans problematisch is.

Hoe indien de belegger stelt dat de transactie zonder de misleiding in het geheel niet zou zijn verricht? De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest geoordeeld dat indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat, daarmee ook voorshands bewezen kan worden geacht dat de individuele belegger de transactie niet – of op de secundaire markt niet of niet op dezelfde voorwaarden – zou hebben verricht. Bij de beantwoording van de vraag *of* er schade is geleden (als gevolg van de misleiding), komt niettemin de vraag op hoe deze belegger zou hebben gehandeld zonder de misleiding. Het is de vraag of de belegger dit met een redelijke mate van zekerheid kan onderbouwen. Veelal zal de belegger wel schadeposten (willen) opvoeren die veronderstellen dat hij op een bepaalde manier zou hebben gehandeld, bijvoorbeeld de schadepost gederfde winst op een ander beleggingsobject. In zulk een geval zou kunnen worden gezegd dat de belegger door de misleiding een kans heeft verloren dat hij dat gunstigere resultaat had bereikt. Dit kansverlies staat in csqn-verband met de normschending en zou dan als kansschade voor vergoeding in aanmerking kunnen komen.

Het bewijs van de grootte van de kans dat de belegger zonder de misleiding op een bepaalde alternatieve manier zou hebben gehandeld lijkt mij moeilijker dan bijvoorbeeld een inschatting van de kans dat een rechtszaak was gewonnen, of een

232 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 80.

233 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

beter medisch resultaat was bereikt. In de laatste twee gevallen spelen subjectieve elementen die betrekking hebben op de benadeelde namelijk geen rol. In misleidingszaken stel ik mij voor dat de belegger inzicht biedt in zijn beleggingsgedrag en -profiel. Indien het gaat om een particuliere belegger, zal de kans dat hij zelf direct of indirect kennis neemt van de misleidende passages in de berichtgeving van de vennootschap – en vervolgens op basis daarvan handelt – geringer zijn dan als het gaat om een professionele belegger. In de praktijk zal het schatten van de kans toch ‘natte vinger’-werk zijn.²³⁴

Hoe kan de omvang van de daadwerkelijk geleden schade worden bepaald? In geval van de beroepsaansprakelijkheid van een advocaat, is de omvang van de werkelijk geleden schade relatief eenvoudig te bepalen, omdat de actuele situatie waarin de rechtszaak is verloren wordt vergeleken met de hypothetische situatie waarin de rechtszaak zou zijn gewonnen. De werkelijk geleden schade is dan simpelweg het financiële belang van de zaak (dat vervolgens wordt vermenigvuldigd met de verloren kans op winst om te komen tot de geleden kansschade).²³⁵ In misleidingszaken stel ik mij voor dat de door de belegger gestelde hypothetische werkelijkheid als uitgangspunt wordt genomen. Met eventuele onwaarschijnlijkheid van dat hypothetische scenario wordt rekening gehouden bij de inschatting van de grootte van de kans waarmee dit scenario zich zou hebben voorgedaan. Het voorgaande laat onverlet dat via de redelijke toerekening (art. 6:98 BW) of het leerstuk van de eigen schuld (art. 6:101 BW) nog een begrenzing kan worden aangebracht in het bedrag van de schade. De omvang van de vergoedingsplicht dient gerelateerd te zijn aan de onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3 en § 4.5.4). Gederfde winst op alternatieve beleggingsobjecten komt naar mijn oordeel bijvoorbeeld niet voor vergoeding in aanmerking bij misleidende berichtgeving op de beurs, dus ook niet via het leerstuk van de verloren gegane kans.

Ik ken geen voorbeelden uit de Amerikaanse rechtspraak waarin de theorie van het verlies van een kans wordt toegepast in misleidingszaken. In de literatuur wordt er nauwelijks aandacht aan besteed.²³⁶

c. Wettelijke schadebegrotingsmaatstaf?

Naar aanleiding van bovenstaande analyse kan men de vraag opwerpen of het wenselijk is om een *wettelijke* schadebegrotingsmaatstaf op te nemen. De methode van vermogensvergelijking is door de onzekerheid over de hypothetische vermogenstoestand waarin de belegger zonder de misleidende voorstelling van zaken zou hebben verkeerd immers niet eenvoudig toe te passen. De kosten die moeten worden gemaakt om te achterhalen hoe de belegger (vermoedelijk) zou

234 Vgl. Schild 2009, p. 260, die er om deze reden minder voor voelt om in effectenleasegeschillen het leerstuk van de kansschade toe te passen.

235 Dit is een wat gesimplificeerde voorstelling van zaken, omdat de rechter de vordering kan toewijzen voor een lager bedrag dan gevorderd werd.

236 Zie voor een recent artikel waarin kort de mogelijkheid wordt geopperd Fisch 2008, p. 854–857.

hebben gehandeld zijn naar mijn oordeel vaak disproportioneel ten opzichte van de daarmee te bereiken winst in nauwkeurigheid van de schadebegroting. De beleggingsbeslissing heeft zich afgespeeld in het verleden in het hoofd van de belegger, zodat nauwelijks goed is vast te stellen hoe de belegger zou hebben gehandeld zonder de misleiding, tegen de dan geldende marktprijs. Al te streng vasthouden aan het uitgangspunt dat de *werkelijk* geleden schade wordt vergoed bemoeilijkt ook een collectieve (en efficiënte) afwikkeling van beleggingsschade.

Bij aankopen op de primaire markt (en een korte periode daarna) is het moeilijk om aan te tonen dát en in hoeverre de prijs lager geweest zou zijn zonder de misleidende passages in het prospectus (vooral bij een IPO). De marktwerking is onvolkomen en mogelijk is er sprake geweest van koersstabilisatie door banken. De vraag kan daarom worden gesteld of een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf wenselijk zou kunnen zijn. In het Amerikaanse recht bevat de wet bijvoorbeeld een specifieke schadebegrotingsmaatstaf indien beleggers hun aansprakelijkheidsclaim baseren op s.11 of 12(a)(2) van de Securities Act 1933 (zie § 3.2.2.c en § 3.2.3.c). Het gaat hier om het geval van een misleidend *registration statement* of prospectus. Voor het Nederlandse recht zou aansluiting kunnen worden gezocht bij s.11 van de Securities Act 1933. Als schadevergoeding zou dan moeten worden betaald het verschil tussen enerzijds de aankoopprijs (die niet hoger mag zijn dan de prijs waarvoor de effecten werden uitgegeven) en anderzijds de waarde van het effect op het moment dat de rechtszaak aanhangig wordt gemaakt. Indien de belegger zijn effect voordien reeds had verkocht, kan de vergoeding worden gesteld op het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs. De aangesproken partij moet de mogelijkheid hebben het causaal verband tussen de koersdaling en de misleidende voorstelling van zaken te betwisten. Deze regeling biedt beleggers geen soelaas als de koers tot boven de uitgifteprijs is gestegen op het moment van verkoop of de relevante peildatum. De toegang tot de regeling zou beperkt kunnen worden tot beleggers die kochten op de primaire markt en kort daarna. Na enige tijd zal de marktwerking namelijk verbeteren en een voldoende efficiënte secundaire markt ontstaan, zodat het argument dat de onzuiverheid in de beurskoers – en daardoor de rechtens vergoedbare schade – moeilijk kan worden aangetoond aan kracht inboet.

Het World Online-arrest²³⁷ heeft praktisch gezien waarschijnlijk tot gevolg dat een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf voor beleggers op de primaire markt overbodig is geworden. De Hoge Raad overweegt dat als uitgangspunt kan worden genomen dat deze beleggers zonder de misleiding *niet* tot aankoop van de effecten zouden zijn overgegaan. Aangenomen dat de vermogenspositie van de belegger zonder de misleiding stationair zou zijn gebleven²³⁸, kan dan worden gezegd dat de schade die in een csqn-verband staat met de misleiding gelijk is aan het verschil

237 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

238 Deze veronderstelling kan steun vinden in het (defensieve) beleggingsgedrag en -profiel van de belegger.

tussen aankoopprijs en de (lagere) prijs na bekendwording van de waarheid. Het is dan aan gedaagde om te beargumenteren (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te bewijzen) dat de schade in een te ver verwijderd verband staat met de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis (§ 5.4.3). Gedaagde zal dus moeten betogen dat de waardedaling ten opzichte van de uitgiftekoers geheel of gedeeltelijk het gevolg was van externe factoren. Feitelijk wordt hiermee hetzelfde resultaat bereikt als met de door mij gesuggereerde wettelijke bepaling. Niet geheel duidelijk is of de Hoge Raad het voorgaande voor ogen heeft gehad, aangezien hij overweegt dat ten aanzien van het *bestaan* van schade in beginsel de normale bewijsregels gelden. Dit zou er wellicht op kunnen duiden dat het enkele feit dat de koers is gedaald ten opzichte van de uitgiftekoers door de Hoge Raad niet wordt gezien als de relevante schade. Indien ten aanzien van actieve beleggers niet wordt aangenomen dat de hypothetische vermogenspositie zonder de misleiding stationair zou zijn gebleven, maar wordt geschat op basis van een representatieve benchmark, meet men bij benadering de residuele koersdaling op het moment dat de waarheid bekend wordt (§ 5.3.4.a). Ook in dit geval heeft de belegger niet hoeven aantonen of (en in welke mate) de uitgifteprijs was beïnvloed door de misleiding.

Bij misleiding op de *secundaire* markt zou een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf de vergoeding die aan beleggers wordt uitgekeerd kunnen standaardiseren en normeren. Dit vereenvoudigt de schadebegroting en faciliteert de mogelijkheid van een effectieve en efficiënte (collectieve) afwikkeling van beleggingsschade. Het is echter niet eenvoudig om een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf te formuleren, indien men recht wil doen aan het uitgangspunt dat slechts de werkelijk geleden schade wordt vergoed. Zulk een bepaling zal onvermijdelijk gedetailleerd moeten zijn. Ik betwijfel dan ook of de wetgever zich hieraan zou moeten wagen.

5.4 De procespositie van de verweerder

5.4.1 Verweermogelijkheden

Niet alleen de uitgevende instelling kan door beleggers in verband met de door haar gegeven misleidende voorstelling van zaken worden aangesproken, maar ook andere partijen. Daarbij valt te denken aan bestuurders en commissarissen, begeleidende banken (in geval van een misleidend emissieprospectus), de accountant (in geval van een misleidende jaarrekening), en eventuele andere derden. In alle gevallen is het verwijt aan de aangesproken partij dat indien anders was gehandeld, het misleidende beeld van de toestand van de vennootschap niet was ontstaan, althans niet had voortgeduurd. Indien op twee of meer aangesproken partijen een verplichting rust tot vergoeding van de schade, dan zijn zij hoofdelijk verbonden (art. 6:102 lid 1 BW).

Ter zake van de procespositie van de uitgevende instelling en de genoemde derden valt een onderscheid te maken tussen drie belangrijke verweermogelijk-

heden: (i) de betwisting van het door de belegger aangevoerde csqn-verband en de omvang van het nadeel, (ii) een beroep op niet-toerekenbaarheid van de schade (art. 6:98 BW) en (iii) een beroep op vermindering van de vergoedingsplicht (voordeelsverrekening, eigen schuld en matiging).²³⁹ De onderlinge draagplicht en regresmogelijkheden van de aangesproken partijen zal ik hier niet verder behandelen.²⁴⁰

5.4.2 Betwisting van het csqn-verband en de schade(omvang)

a. Betwisting causaal verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing

De Hoge Raad oordeelde in het World Online-arrest²⁴¹ dat in geval van misleidende mededelingen in een prospectus tot uitgangspunt mag dienen dat een csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Bij schending van doorlopende informatieverplichtingen zal waarschijnlijk in vergelijkbare zin worden geoordeeld (§ 5.3.2.d). De Hoge Raad laat wel mogelijkheden open voor de rechter om tot de conclusie te komen dat dit uitgangspunt niet opgaat:

“De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gerede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing is genomen voordat de desbetreffende misleidende mededeling openbaar gemaakt was. Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis van en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.”

In de geciteerde overweging liggen mogelijkheden besloten voor gedaagden om toepassing van een voorshands bewijsvermoeden op voorhand te betwisten of het vermoeden te ontzenuwen. De Hoge Raad kent betekenis toe aan “de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie”, maar het is mij niet duidelijk waar hij hiermee op doelt. Uit de overweging blijkt wel dat gedaagden kunnen trachten aan te voeren dat de belegger zijn beleggingsbeslissing heeft genomen voordat de mededeling openbaar werd gemaakt. Hiervoor zullen

239 Volledigheidshalve vermeld ik nog dat bij hoofdelijk aansprakelijke partijen (art. 6:102 lid 1 BW) de regel geldt dat nakoming door één van hen ook de medeschuldenaren bevrijdt (vgl. art. 6:7 lid 2 BW).

240 Zie daarover in het algemeen Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 135, en voor misleidende stukken Kortmann 1991, p. 53–69, in het bijzonder p. 66–67.

241 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

gegevens vereist zijn die slechts door de belegger kunnen worden verstrekt. Het lijkt mij dan ook niet onredelijk dat de belegger de verwerende partij aanknopingspunten moet verschaffen voor de onderbouwing van dit verweer.^{242, 243} De belegger is in de woorden van de Hoge Raad ‘de meest gerede partij’ om de desbetreffende gegevens te verstrekken. De Hoge Raad kent voorts betekenis toe aan de professionaliteit van de belegger, in die zin dat een voorshands vermoeden eerder kan worden ontzenuwd, indien het gaat om een professionele in plaats van een particuliere belegger. Overigens zijn er naar mijn oordeel verschillende gradaties van professionaliteit. Een beroepsmatig handelende belegger zal wel als professioneel worden aangemerkt, maar ook een particuliere belegger kan (zeer) professioneel zijn, of gebruik maken van deskundige tussenpersonen.²⁴⁴ Wat hier verder van zij, ook in dit geval geldt naar mijn oordeel dat van de belegger mag worden gevergd dat hij de verwerende partij aanknopingspunten verschaft om het professionaliteitsverweer te kunnen onderbouwen. Afgezien van de door de Hoge Raad gegeven voorbeelden, kan mogelijk nog worden gedacht aan het verweer dat de belegger een short seller was. In de Verenigde Staten is op die grond wel het ontbreken van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing (*reliance*) aangenomen, naar mijn oordeel overigens ten onrechte. Veelal zullen short sellers ook beroepsmatig handelende beleggers zijn, zodat dit verweer gedeeltelijk samenvalt met het professionaliteitsverweer.

A-G Timmerman betoogt in zijn conclusie voor de World Online-zaak dat het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid van pas kan komen bij het ontzenuwen van het vermoeden. Indien bijvoorbeeld de uitgevende instelling aannemelijk zou maken dat er géén sprake was van een efficiënte markt, bijvoorbeeld als gevolg van een hype, zou de rechter zijn inziens het oordeel kunnen uitspreken dat het bewijsvermoeden ten gunste van de belegger met X% is weerlegd. De Hoge Raad gaat niet in op deze voorzet van Timmerman. Ik zie ook geen noodzaak voor toepassing van het leerstuk bij de ontzenuwing van het voorshandse vermoeden. Een ‘alles of niets’-benadering leidt niet tot onbillijke resultaten, mede gelet op de wijze waarop de schade moet worden begroot en

242 Vgl. het leerstuk van de verzwaarde stelplicht. Daarbij gaat het om de situatie dat er sprake is van ongelijkheid van partijen, waarbij de aangesproken partij vaak een professional is die beschikt over voor de beoordeling van haar aansprakelijkheid essentiële informatie (meestal een dossier). Van de professionele partij wordt dan verlangd dat zij voldoende feitelijke gegevens verstrekt ter motivering van haar betwisting van de stellingen van de gelaedeerde, teneinde laatstgenoemde aanknopingspunten te verschaffen voor eventuele bewijslevering. Zie Van den Brink 2008, p. 92–94.

243 Indien verklaringen van de belegger zelf geen duidelijkheid verschaffen (waarbij uiteraard art. 179 lid 4 Rv in acht moet worden genomen), kan worden gedacht aan andere getuigenverklaringen, opgenomen telefoongesprekken met een orderlijn of met adviseurs, of gespreksaantekeningen en -bevestigingen van de medewerkers van de beleggingsonderneming die beleggingsdiensten verleent aan de belegger. Vgl. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 294–299.

244 De belegger kan deskundigheid niet alleen ontleen aan zelf opgedane ervaring en kennis, maar eveneens aan informatie en adviezen verstrekt door een adviseur of degene aan wie de belegger een volmacht heeft gegeven.

genormeerd op grond van afdeling 6.1.10 BW. Steeds wordt de omvang van de vergoedingsplicht begrensd door de onzuiverheid in de beurskoers, waarbij bovendien een nog verdere beperking kan worden aangebracht in geval van een luchtbel (§ 4.5.3.d e.v. en § 4.5.4.d e.v.). Op een niet-efficiënte markt (het voorbeeld van Timmerman) kan een proportionele benadering wellicht worden toegepast in die zin dat de aangesproken partij wordt veroordeeld tot vergoeding van het bedrag van de gemeten (residuele) koersreactie, met vermindering van zijn vergoedingsplicht in evenredigheid met de, op een gemotiveerde schatting berustende, mate waarin de aan 'de markt' (en daarmee de belegger) toe te rekenen omstandigheden tot diens schade hebben bijgedragen (§ 5.3.2.e). Het gaat hierbij evenwel niet om het ontzenuwen van het voorshands bewijsvermoeden van causaal verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing door gedaagden.

Anders dan de Hoge Raad heb ik verdedigd dat een voorshands bewijsvermoeden slechts moet worden aangenomen indien komt vast te staan dat de markt daadwerkelijk misleid is geweest, blijkend uit een residuele koersreactie (§ 5.3.2.d en § 5.3.2.h). Het bewijsvermoeden is naar mijn oordeel verder alleen nuttig als de belegger stelt dat hij de transactie zonder de misleiding niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs). De stelling dat hij de transactie tegen een lagere marktprijs zou hebben verricht, leent zich voor een objectieve onderbouwing aan de hand van de onzuiverheid van de beurskoers op het moment van de transactie. Een causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing is mijns inziens in dat geval niet vereist (§ 4.5.2.g).

b. Betwisting van de onzuiverheid van de beurskoers

Het vaststellen van de onzuiverheid van de beurskoers legt de basis voor het bewijs van het bestaan van schade en de (maximale) omvang van de schade. Indien een belegger het verloop van de prijslijn en de hypothetische prijslijn heeft onderbouwd, is het aan de verweerders om voldoende gemotiveerd te betwisten dat de koers beïnvloed is geweest door de beweerdelijk misleidende berichtgeving. Denkbaar is bijvoorbeeld dat zij zelf een *event-study* laten verrichten door een deskundige, en/of de veronderstellingen in de event-study van de beleggers aanvechten, op zodanige wijze dat externe oorzaken een eventueel geobserveerde koersbeweging verklaren. Zelfs als dat laatste niet lukt, zouden gedaagden kunnen trachten om aan te tonen dat de onzuiverheid in de beurskoers kleiner is dan door de belegger is voorgesteld. Daarmee zouden zij de omvang van hun eventuele vergoedingsplicht kunnen beperken. De kunstmatige inflatie c.q. deflatie op het moment van aankoop c.q. verkoop is namelijk naar mijn oordeel de bovengrens van de rechtens vergoedbare schade per effect (§ 4.5.3 e.v.). Aangezien de kunstmatige inflatie of deflatie niet direct is waar te nemen, maar moet worden gemodelleerd, liggen hier mogelijkheden voor gedaagden om de werkwijze van (de deskundige van) de belegger te betwisten. Eerder heb ik uitgewerkt welke complicaties zich kunnen voordoen bij het schatten van het verloop van de hypothetische prijslijn (§ 5.2.3). Deze bieden aanknopingspunten voor de betwisting van de door beleggers aangevoerde onzuiverheid in de beurskoers. In

het bijzonder verdient vermelding het zich vaak voordoende verschijnsel van een overreactie nadat de waarheid bekend wordt. Verweerders kunnen ook trachten aan te voeren dat een deel van de koersdaling na de corrigerende mededeling werd veroorzaakt door een overreactie, en dus geen goede indicatie is voor de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers. Daarvoor zullen zij onder meer gebruik kunnen maken van het koersverloop na *disclosure*. Voorts kan er sprake zijn geweest van een geleidelijke bekendwording van de volledige waarheid. Het is niet juist om alleen momenten te selecteren waarop negatief nieuws naar buiten komt. Gedaagden kunnen daarom trachten latere koersstijgingen te relateren aan het bekend worden van nieuwe informatie waaruit blijkt dat de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers kleiner was dan aanvankelijk werd gedacht.²⁴⁵ Gedaagden kunnen verder nog de efficiëntie van de markt betwisten om twijfel te zaaien over de bewijsrechtelijke betekenis van een event-study van beleggers waaruit een residuele koersreactie zou blijken. Op een inefficiënte markt kunnen immers koersbewegingen plaatsvinden die niet gerelateerd zijn aan fundamentele informatie over de onderneming (§ 4.2.4). In zulk een geval is het denkbaar dat de rechter slechts een deel van de residuele koersreactie als basis gebruikt voor het vaststellen van de schadeomvang, of zelfs aanneemt dat de gemeten koersreactie geheel niet is veroorzaakt door bekendwording van de waarheid.

Indien gedaagden erin slagen om voldoende aannemelijk te maken dat de koers niet beïnvloed is geweest door de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken, is dit de doodsteek voor vorderingen van beleggers die gebaseerd zijn op de stelling dat de transactie zonder de onrechtmatige gedraging op andere voorwaarden tot stand zou zijn gekomen (lagere aankoop prijs of hogere verkoop prijs). Deze vorm van transactiecausaliteit komt dan immers niet vast te staan. De belegger zou dan wel kunnen aanvoeren dat hij zonder de beweerdelijk onrechtmatige gedraging de aan- of verkooptransactie niet zou zijn aangegaan, op basis van het door de Hoge Raad aanvaarde voorschandse bewijsvermoeden. Maar de onzuiverheid in de beurskoers is tevens van belang de toerekening van de schade. Indien geen onzuiverheid in de beurskoers kan worden aangetoond, is er naar mijn oordeel geen sprake van rechtens vergoedbare schade (§ 4.5.3 en § 4.5.4), ook al zou de transactie zonder de beweerdelijk onrechtmatige gedraging niet tot stand zijn gekomen. Hoe de vordering van de belegger ter zake van het causaal verband ook wordt ingekleed, indien er geen sprake was van onzuiverheid van de beurskoers, strandt de vordering van de belegger.

5.4.3 Niet-toerekenbaarheid van de schade

Of schade naar redelijkheid kan worden toegerekend, is geen vraag van bewijs, maar een rechtsvraag. Indien het csqn-verband is bewezen, dienen de verwerende partijen aan te voeren dat de schade in een zodanig ver verwijderd verband tot de

²⁴⁵ Zie Fumerton 2006.

misleidende berichtgeving staat, dat het causale verband daardoor is verbroken.²⁴⁶ Op de aangesproken partij rust de *argumenteerlast* om aannemelijk te maken dat (volledige) toerekening onredelijk is.²⁴⁷

In § 4.5 heb ik stilgestaan bij de materieelrechtelijke vraag welke schade die *feitelijk* het gevolg is van de misleidende voorstelling van zaken *rechtens* voor vergoeding in aanmerking komt. Daarbij is in de eerste plaats ingegaan op de vraag in hoeverre een belegger op de informatie moet zijn afgegaan bij zijn beleggingsbeslissing. Voorts is onderzocht in welke omvang de schade voor vergoeding in aanmerking komt.

Kort gezegd lijkt het World Online-arrest²⁴⁸ gedaagden de mogelijkheid te bieden om onder omstandigheden te betogen dat er rechtens geen causaal verband is, indien wel vast staat dat de belegger de transactie tegen een gunstigere marktprijs zou hebben verricht. Het gaat hier om het (volgens mij veel voorkomende) geval waarin de belegger niet direct of indirect (via een tussenpersoon of berichten in de media) op de misleidende mededeling is afgegaan, maar slechts erop vertrouwd dat de koers een afspiegeling was van tijdige, juiste en volledige informatie. Overigens meen ik dat het World Online-arrest op dit punt geen wenselijk recht is, indien mijn interpretatie daarvan correct is. Ik heb verder betoogd dat in geval van een misleidend positieve voorstelling van zaken (ingetreden) schade voorafgaand aan de bekendwording van de waarheid rechtens niet voor vergoeding in aanmerking komt. Dit betekent bijvoorbeeld dat de belegger geen aanspraak heeft op schadevergoeding ter zake van effecten die in de periode van de misleiding zowel zijn gekocht als verkocht (*in-and-out trades*). Voorts is verdedigd dat de omvang van de vergoedingsplicht wordt begrensd door de omvang van de onzuiverheid in de beurkoers. Ten slotte is verdedigbaar dat het deel van de kunstmatige inflatie c.q. deflatie dat een luchtbel (*bubble*) weerspiegelt niet voor vergoeding in aanmerking komt.

Aangezien er naar Nederlands recht onduidelijkheid bestaat over de vraag in hoeverre schade van beleggers voor vergoeding in aanmerking komt, rust op de aangesproken partijen de taak om duidelijk aan te voeren dat en waarom de vergoedingsplicht dient te worden beperkt.

246 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II* 2009, nr. 76, 82; Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 45. Het World Online-arrest (HR 27 november 2009, LJN: BH2162) bevat enkele passages die suggereren dat de toerekening ook een bewijsvraag betreft. De Hoge Raad overweegt: "De art. 6:194 e.v. laten onverlet dat de gewone regels betreffende stelplicht en bewijslast gelden ten aanzien van de vraag of de schade in zodanig verband met de misleiding staat dat zij als gevolg daarvan aan degene die de misleidende mededeling openbaar heeft gemaakt, kan worden toegerekend. In beginsel draagt de belegger derhalve ook de stelplicht en bewijslast ter zake van het *condicio sine qua non*-verband. (...) Opmerking verdient ten slotte dat ten aanzien van (...) het causaal verband als bedoeld in art. 6:98 BW, in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden". Ik veronderstel dat de Hoge Raad erop doelt dat de aangevoerde feiten ter onderbouwing van de niet-toerekenbaarheid van de schade door gedaagde dienen te worden bewezen.

247 Pijls 2009c, p. 135.

248 HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

Indien de Wet prejudiciële beslissing Hoge Raad (§ 2.7.3) in werking treedt, kan de rechter in de procedure op verzoek van een partij of ambtshalve de Hoge Raad een rechtsvraag stellen ter beantwoording bij wijze van prejudiciële beslissing. De vraag naar de omvang van de toerekenbare schade leent zich naar mijn oordeel goed voor een prejudiciële beslissing.

5.4.4 Vermindering van de schadevergoeding

a. Verrekening van voordelen

Indien de uitgevende instelling een te rooskleurige voorstelling van zaken geeft, kan de belegger niet alleen schade lijden, maar tevens een (zelfstandig) voordeel behalen. Het kan bijvoorbeeld gaan om effecten die reeds werden gehouden op het moment dat de periode van de misleiding begon, en werden verkocht in het tijdvak van de misleiding vóórdat de eerste nadelige aankoop plaatsvond in dat tijdvak (§ 4.4.1.f).²⁴⁹ Het kan ook gaan om de verkoop van effecten die in de periode van de misleiding zijn gekocht, maar waarbij de omvang van de kunstmatige inflatie toenam gedurende het tijdvak van de misleiding (§ 4.4.1.e). Op de tussentijds verkochte effecten is dan een voordeel in plaats van een nadeel behaald. In geval van een te pessimistische voorstelling van zaken gaat het om aankopen tegen een kunstmatig lage koers in het tijdvak van de misleiding.

Het voordeel vloeit naar mijn oordeel voort uit hetzelfde gebeurtenis als de schade, is redelijkerwijs te voorzien, en hangt nauw samen met het geleden nadeel op gekochte effecten (zie § 2.5.4.a). Ik heb daarom betoogd dat verrekening ex art. 6:100 BW mogelijk en wenselijk is.²⁵⁰ De aangesproken partij zal gemotiveerd moeten aanvoeren dát de belegger een voordeel heeft behaald. Het door de belegger over te leggen transactieoverzicht (ter onderbouwing van zijn schade) zal hierbij behulpzaam kunnen zijn.

Overigens leent de vraag of voordeelsverrekening in misleidingszaken rechtens geoorloofd is, zich naar mijn oordeel voor een prejudiciële beslissing van de Hoge Raad indien de Wet prejudiciële beslissing Hoge Raad (§ 2.7.3) in werking treedt.

249 Indien ook effecten worden verkocht nadat de eerste nadelige aankoop heeft plaatsgevonden, kan de vraag worden opgeworpen uit welke voorraad de verkochte effecten afkomstig zijn. Bij een giraal effectendepot is dit niet te achterhalen. Dit is evenwel niet bezwaarlijk. De veronderstellingen die hierover kunnen worden gemaakt (bijvoorbeeld op basis van het FIFO- en LIFO-systeem) leiden tot identieke resultaten, zolang (ingetreden) schade en voordelen worden verrekend. Zie voor voorbeelden § 4.4.1.e.

250 Indien de bedoelde voordelen niet op grond van art. 6:100 BW verrekend kunnen worden met de geleden schade, kan verrekening dogmatisch mogelijk nog kan worden gebaseerd op de leer van de redelijke toerekening (art. 6:98 BW) of de relativiteitsleer, zoals ik betoogde in § 2.5.4.a.

b. Eigen schuld

Een verwerende partij kan een beroep doen op ‘eigen schuld’ van de belegger in de zin van art. 6:101 BW. Ik roep in herinnering hetgeen ik bij de materieelrechtelijke analyse heb opgemerkt (§ 4.6.2).

Als vaststaat dat de belegger *direct* (door eigen lezing) of *indirect* (via een tussenpersoon of berichten in de media) is²⁵¹ afgegaan op een misleidende passage, speelt in het kader van de eigen schuld de vraag of deze belegger in redelijkheid *mocht* afgaan op die misleidende passage, mede gelet op zijn deskundigheid en ervaring. Het indirect (in plaats van direct) ‘afgaan op’ levert naar mijn oordeel geen eigen schuld op. Denkbaar is voorts dat de belegger niet direct of indirect (via een tussenpersoon of berichten in de media) op de misleidende passages is afgegaan, terwijl er toch schade is geleden (als gevolg van de misleiding). Het gaat hierom het geval dat de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs zou zijn verricht. Ik vind dat in zulke gevallen wel eigen schuld kan worden aangenomen indien de belegger wist of vermoedde dat een misleidende voorstelling van zaken werd gegeven, maar niet indien de belegger erop vertrouwde dat de markt tijdig, juist en volledig werd geïnformeerd. De Hoge Raad lijkt overigens in *beide* situaties die ik in de vorige zin noemde een belegger zijn vordering te ontfangen, niet op grond van het leerstuk van de eigen schuld, maar op de voet van het ontbrekende causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.²⁵² Geen eigen schuld zou ik willen aannemen vanwege het enkele feit dat de belegger een *short seller* is, zijn beleggingsbeslissing mede heeft gebaseerd op andere overwegingen dan de misleidende berichtgeving, of een bestensorder gaf.

Verweerders kunnen voorts trachten te betogen dat extra schade door paniek-verkopen niet voor vergoeding in aanmerking komt. Ik heb evenwel betoogd dat het verdedigbaar is dat deze schade wel voor vergoeding in aanmerking komt.

Ten slotte is denkbaar dat het deel van de kunstmatige inflatie c.q. deflatie dat een luchtbel (*bubble*) weerspiegelt niet voor vergoeding in aanmerking komt. Dogmatisch zou dit zowel op redelijke toerekening (art. 6:98 BW) als op eigen schuld van de belegger(s) kunnen worden gebaseerd.

De vraag of bepaalde omstandigheden eigen schuld in de zin van art. 6:101 BW kunnen opleveren, kan naar mijn oordeel door een lagere rechter worden voorgelegd aan de Hoge Raad, indien de Wet prejudiciële beslissing Hoge Raad (§ 2.7.3) in werking zou treden.

251 Bij een zuivere omissie (bijv. niet-naleving van art. 5:25i Wft) zou het gaan om de situatie dat de belegger op de informatie af *zou zijn gegaan*.

252 Zie HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11. Het ging hier om prospectusaansprakelijkheid, maar waarschijnlijk geldt hetzelfde voor schending van andere informatieverplichtingen.

c. Matiging

De aangesproken partijen kunnen een beroep doen op matiging. Zij zullen moeten aanvoeren dat toekenning van volledige schadevergoeding in de gegeven omstandigheden tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen zou leiden. Ik heb betoogd dat matiging in ieder geval verdedigbaar zou kunnen zijn voor bestuurders en commissarissen, de controlerende accountant en begeleidende banken (§ 4.6.4).

5.5 Verwijzing naar een schadestaatprocedure

5.5.1 Inleiding

Art. 612 Rv bepaalt dat de rechter die een veroordeling tot schadevergoeding uitspreekt, voor zover hem dit mogelijk is, de schade begroot in het vonnis. Indien dit laatste niet mogelijk is, spreekt hij een veroordeling uit tot schadevergoeding op te maken bij staat. De rechter maakt de keuze tussen begroting in het vonnis of verwijzing naar de schadestaatprocedure zo nodig ambtshalve, mede aan de hand van de gegevens die hem door partijen ter beschikking zijn gesteld. Ook als slechts schadevergoeding op te maken bij staat is gevorderd, is de rechter derhalve bevoegd - en eventueel verplicht - de schade terstond te begroten.²⁵³ De strekking van de schadestaatprocedure is vooral om, indien zowel de aansprakelijkheid als de schade wordt betwist, het debat voorshands te beperken tot de aansprakelijkheidsvraag.²⁵⁴

Voor toewijzing van de vordering tot schadevergoeding nader op te maken bij staat is volgens vaste rechtspraak voldoende dat de *mogelijkheid* van schade aannemelijk is.²⁵⁵ Waar hier wordt gesproken over ‘schade’, gaat het mijns inziens om schade die in causaal verband staat met de onrechtmatige daad. Hieronder zal worden onderzocht wanneer in misleidingszaken aan deze eis is voldaan. Deze kwestie is van belang, omdat beleggers in de praktijk veelal eerst een oordeel van de rechter (wensen te) vragen over de vraag of er onrechtmatig jegens hen is gehandeld.²⁵⁶ Individuele causaliteits- en schadebegrotingskwesties worden dan uitgesteld tot een schadestaatprocedure. Een uitsplitsing in schadeposten kan dan ook eerst later plaatsvinden.

5.5.2 Wanneer is de mogelijkheid van schade aannemelijk?

a. Soepel of streng uitleggen?

Hoewel het criterium – de mogelijkheid van schade moet aannemelijk zijn – onomstreden is, kan men er bij de toepassing in misleidingszaken mijns inziens

²⁵³ Lindenberg, Losbl. Schadevergoeding, art. 97, aant. 38.

²⁵⁴ Lindenberg, Losbl. Schadevergoeding, art. 97, aant. 37, onder verwijzing naar HR 21 december 1984, NJ 1985, 904.

²⁵⁵ Zie de rechtspraak genoemd in Lindenberg, Losbl. Schadevergoeding, art. 97, aant. 42.

²⁵⁶ Zie bijv. HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coop); HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

verschillende kanten mee uit. Zowel een soepele als strenge toepassing is mogelijk. Het meest soepel is dat het enkele feit van een misleidende voorstelling van zaken al voldoende is voor verwijzing naar een schadestaatprocedure. Strenger is als bovendien wordt geëist dat aannemelijk is dat de informatie kon doorwerken in de beurskoers, doordat de markt in het desbetreffende effect voldoet aan de daarvoor noodzakelijke voorwaarden (zie § 5.2). Denkbaar is ook het stellen van de voorwaarde dat de onjuiste/verzwegen informatie koersgevoelig is. In dat geval wordt de vraag of de markt (voldoende) efficiënt is opgenomen in de ruimere vraag naar de koersgevoeligheid van de informatie met betrekking tot de desbetreffende effecten. Men zou ten slotte nog kunnen eisen dat ook een daadwerkelijke koersbeweging aannemelijk wordt gemaakt op het moment dat de ‘waarheid’ bekend wordt.

Uiteindelijk is het naar mijn oordeel mede een rechtspolitieke vraag hoe het criterium in misleidingszaken zou moeten worden toegepast. Hieronder zal eerst worden gezien hoe in de Nederlandse rechtspraak het criterium wordt toegepast. Vervolgens zal ik mijn visie geven op deze kwestie.

b. Nederlandse rechtspraak

Richtinggevende rechtspraak van de Hoge Raad ter zake van de vraag wanneer de mogelijkheid van schade bij beleggers aannemelijk is, ontbreekt.²⁵⁷ Er zijn slechts enkele uitspraken van lagere rechters.

In de Co op-procedure²⁵⁸ had de Vereniging tot Behartiging van de belangen van houders van obligaties Coopag Finance BV aangevoerd dat door onrechtmatig handelen van de aangesproken partijen vermogensschade is geleden als gevolg van onder meer koersdaling en verminderde verhandelbaarheid van de obligaties. Daartegenover stelt de aangesproken partij – de Bank – dat, indien al schade is geleden, die schade geen verband houdt met het beweerd misleidende karakter van het prospectus en ook niet aan de schuld van de Bank is te wijten of aan haar kan worden toegerekend. Voorts is volgens de Bank geen sprake van schade bij andere beleggers dan de twee, die obligaties hebben verkocht kort na de koersdaling als gevolg van negatieve berichten over Co op AG. Het hof overweegt vervolgens:

“5.16. Met dit verweer heeft de Bank *niet, althans niet voldoende gemotiveerd bestreden, dat de mogelijkheid van enige schade bij de beleggers (...) aannemelijk is.* (...) Indien komt vast te staan, dat de prospectussen misleidende informatie bevatten (...) brengt dat mee, dat het publiek geen kennis ervan droeg dat de werkelijke financiële situatie van Co op AG geheel anders was dan uit de jaarstukken 1986

257 In het World Online-arrest (HR 27 november 2009, LJN: BH2162) oordeelde de Hoge Raad dat ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden. Aanwijzingen voor beantwoording van de vraag wanneer de mogelijkheid van schade aannemelijk is, lees ik hier niet in.

258 HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Co op).

en 1987 kon worden afgeleid, zodat moet worden aangenomen, dat de gemiddelde belegger zonder die misleiding de onderhavige obligaties niet of niet tegen dezelfde voorwaarden had gekocht. Voorzienbaar was voorts, dat indien de werkelijke financiële situatie van Co op AG bekend zou worden, de verkoopbaarheid of de koers van de obligaties daardoor zouden worden beïnvloed, *hetgeen ook met de aanvang van de negatieve berichten over Co op AG kort na de emissie 1988 en het vervolg daarop is geschied. Aldus is aannemelijk, dat schade kan zijn geleden*, bestaande in de aan de belegger (tijdelijk) ontnomen mogelijkheid om zijn obligaties te verhandelen of in een beperking van die mogelijkheid, voorzover die schade, als gevolg van de misleidende informatie, niet meer behoort tot het normale beleggersrisico en ervan moet worden uitgegaan dat de belegger daarbij is afgegaan of mede is afgegaan op het desbetreffende prospectus. Ook is de mogelijkheid van schade aannemelijk voor zover zij bestaat uit kosten (...) voor bijvoorbeeld juridisch advies (...). Of en zo ja in hoeverre daadwerkelijk schade is geleden kan in de schadestaatprocedure aan de orde komen en behoeft (...) in deze procedure niet afzonderlijk ten aanzien van iedere individuele belegger met feiten gespecificeerd te worden onderbouwd. Dit zou uit proceseconomisch oogpunt ook onwenselijk zijn. Voldoende is thans immers, dat de mogelijkheid van schade aannemelijk is.” [cursivering BdJ]

Uit bovenstaande overweging wordt duidelijk dat het hof een aantal stappen zet om te komen tot de conclusie dat de mogelijkheid van schade aannemelijk is. Een eerste stap is dat als een misleidende voorstelling van zaken is gegeven, daarmee aannemelijk is dat de gemiddelde belegger de obligaties niet of niet tegen dezelfde voorwaarden zou hebben gekocht. In zulk een geval is voorzienbaar dat als de waarheid bekend zou worden, de verkoopbaarheid van de obligaties of de koers zou worden beïnvloed. Van belang is vervolgens de constatering van het hof dat dit ook daadwerkelijk is geschied. Het is de vraag wat het hof zou hebben geconcludeerd indien een koersbeweging niet eenvoudig was vast te stellen. Hierdoor blijft enigszins onduidelijk of het hof van oordeel is dat onrechtmatig handelen sec voldoende is voor verwijzing naar een schadestaatprocedure. Gelet op het verweer van de bank lijkt de constatering dat er sprake was van een koersbeweging wel van belang. In cassatie komt deze kwestie niet meer aan de orde.

In de Baan-zaak²⁵⁹ hadden eisende beleggers (in hoger beroep) primair schadevergoeding gevorderd ter hoogte van een concreet bedrag en subsidiair schadevergoeding nader op te maken bij staat. Het hof overweegt eerst dat voor het uitspreken van een veroordeling tot schadevergoeding nader op te maken bij staat, een vordering “waaraan geen strenge eisen worden gesteld” (r.o. 4.8), wat de eisen van causaal verband en schade betreft reeds voldoende is dat de mogelijkheid van schade als gevolg van de onrechtmatige daad aannemelijk is. Om redenen van proceseconomie ziet het hof aanleiding om eerst de subsidiaire vordering te onderzoeken. In dit verband overweegt het hof (r.o. 4.10):

²⁵⁹ Hof Arnhem 16 oktober 2007, JOR 2007/299.

“dat, als een of meer van de aan Baan en/of Jan Baan en Paul Baan verweten gedragingen toerekenbaar onrechtmatig is of zijn geweest, de mogelijkheid van schade voor een of meer appellanten als gevolg daarvan aannemelijk *zou kunnen zijn*, en in dat geval derhalve grond zou bestaan voor het uitspreken van een veroordeling tot schadevergoeding op te maken bij staat.” [cursivering BdJ]

Het hof concentreert zich daarom op de vraag of de aangesproken partijen onrechtmatig hebben gehandeld. Aangezien het hof tot het oordeel komt dat er geen sprake was van onrechtmatig handelen, komt een verwijzing naar de schadestaatprocedure niet meer aan de orde. De geciteerde overweging maakt in combinatie met de afloop van de procedure niet geheel duidelijk of het hof voor verwijzing naar een schadestaatprocedure slechts (toerekenbaar) onrechtmatig handelen vereist. Dit was wel duidelijk geweest indien het hof in plaats van de recursiveerde woorden “zou kunnen zijn” had gekozen voor het woord ‘is’. Ik ga er echter vanuit dat het hof (toerekenbaar) onrechtmatig handelen voldoende vindt.

In de World Online-zaak²⁶⁰ hebben eisers schadevergoeding nader op te maken bij staat gevorderd. De rechtbank²⁶¹ oordeelt, nadat zij heeft vastgesteld dat er sprake is van onrechtmatig handelen (r.o. 23):

“Voldoende aannemelijk is voorshands dat beleggers door dit onrechtmatig handelen schade hebben geleden.”

Op grond hiervan wordt World Online veroordeeld tot schadevergoeding nader op te maken bij staat. Door het ontbreken van een nadere motivering blijft onduidelijk hoe de rechtbank tot het oordeel is gekomen dat de mogelijkheid van schade aannemelijk is. Wellicht heeft hierbij een rol gespeeld dat de effecten onmiskenbaar sterk in waarde zijn gedaald na de introductie, in combinatie met de constatering van de rechtbank dat er sprake is geweest van een misleidende voorstelling van zaken. In hoger beroep en cassatie komt deze kwestie evenmin aan de orde.

Het is niet eenvoudig om conclusies te trekken op basis van bovenstaande rechtspraak. Duidelijk is wel dat geen hoge eisen worden gesteld aan de belegger die de mogelijkheid van schade aannemelijk moet maken. Onduidelijk is echter of het enkele feit dat onrechtmatig is gehandeld al voldoende is voor verwijzing naar een schadestaatprocedure, vooral indien door de aangesproken partij gemotiveerd wordt betwist dat er schade kan zijn geleden.

c. Eigen analyse

Zoals gezegd is het mijns inziens mede een rechtspolitieke vraag hoe het criterium – dat de mogelijkheid van schade aannemelijk is – in de praktijk moet worden

²⁶⁰ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

²⁶¹ Rb. Amsterdam 17 december 2003, JOR 2004/79 m.nt. Den Boogert; Ondernemingsrecht 2004, p. 92–95 m.nt. Vletter-van Dort.

toegepast. Vanuit het perspectief van de belegger is het wenselijk dat hij slechts (toerekenbaar) onrechtmatig handelen hoeft aan te tonen voor verwijzing naar een schadestaatprocedure. In de rechtspraak is het voor een belegger niet zelden een moeizame en lange weg om schadevergoeding te verkrijgen. Dit zou ervoor pleiten om geen strenge invulling te geven aan het criterium.

Het criterium dat de mogelijkheid van schade aannemelijk is, zou voor misleidingszaken aldus kunnen worden uitgelegd dat de mogelijkheid van (transacties tegen) een onzuivere beurskoers aannemelijk is. Dit sluit aan bij de maatstaf die ik heb aangelegd bij beantwoording van de vraag welke schade rechtens voor vergoeding in aanmerking komt.

Indien men het criterium aldus uitlegt, heb ik mij afgevraagd of het wenselijk is om aansluiting te zoeken bij de vereisten die in het Amerikaanse recht worden gesteld bij het inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden. Voorwaarde voor het gelden van dit vermoeden is dat de belegger aantoont dat (i) de gedaagde publiekelijk een onjuiste voorstelling van zaken heeft gegeven, (ii) het bij die onjuiste voorstelling van zaken ging om informatie die materieel was, (iii) de effecten werden verhandeld op een efficiënte markt, en (iv) de transactie tot stand kwam nadat de onjuiste informatie werd verspreid, en voordat de waarheid aan het licht kwam. Indien een belegger deze vier elementen aantoont, leidt dat in het Amerikaanse recht tot het vermoeden dat de belegger bij zijn aankoopbeslissing heeft vertrouwd op de misleidende informatie, alsmede dat de koers is beïnvloed door de misleidende voorstelling van zaken (zie § 5.3.2.g). Dit laatste kan men aldus interpreteren dat de mogelijkheid van rechtens vergoedbare schade aannemelijk is.

Zou men op deze manier aansluiting zoeken bij het Amerikaanse recht, dan zullen beleggers behalve het onrechtmatig handelen moeten aanvoeren dat de markt (voldoende) efficiënt is.²⁶² Hierboven heb ik enkele gezichtspunten vermeld die in de Amerikaanse rechtspraak worden genoemd bij de beantwoording van de vraag of de markt (voldoende) efficiënt is (§ 5.2.1). De Amerikaanse praktijk laat zien dat over de efficiëntie van de markt soms uitvoerige processuele debatten plaatsvinden. Ik betwijfel of dit een gewenste ontwikkeling zou zijn voor het Nederlandse recht. Ook op een markt die niet efficiënt is volgens de gangbare economische definitie kan de informatie doorwerken in de marktprijs (§ 4.2.4). In dit opzicht is het niet zinvol om zo uitvoerig te debatteren over marktefficiëntie.

Gelet op het bovenstaande is de meest wenselijke invulling van het Nederlandse recht naar mijn oordeel dat een verwijzing naar een schadestaatprocedure kan worden toegelaten op grond van het bewijs van onrechtmatig handelen (misleiding

262 De aan te leggen eisen hangen uiteraard mede af van de wijze waarop het processuele debat zich ontwikkelt. Indien bijvoorbeeld een door de belegger bij dagvaarding aangevoerde koersdaling als gevolg van bekendwording van de waarheid niet (voldoende) wordt betwist door de aangesproken partij, lijkt het niet nodig om te eisen dat nog uitvoerig wordt ingegaan op de efficiëntie van de markt. Aldus zou men de uitspraak van het hof in de Co op-zaak kunnen lezen. Vast stond kennelijk dat de koers was beïnvloed.

van de maatman-belegger). De belegger heeft overigens ook de mogelijkheid om reeds ten tijde van de procedure over de onrechtmatigheid een *event-study* te laten verrichten om een koersbeweging aan te tonen. In dat geval is immers eerder aannemelijk dat de markt daadwerkelijk misleid is geweest, hetgeen de rechter kan overtuigen om ook te oordelen dat de gegeven voorstelling van zaken materieel misleidend was voor de maatman-belegger. In fraud-on-the-market-zaken hangen onrechtmatigheid en schade nauw samen. Van aansprakelijkheid kan slechts sprake zijn in geval van een materiële misleidende voorstelling van zaken. Het bewijs van materialiteit van de informatie kan mede op een geobserveerde koersbeweging worden gebaseerd.

Hoofdstuk 6

DE COLLECTIEVE AFWIKKELING VAN MASSASCHADE

6.1 Inleiding

De analyse in de voorgaande hoofdstukken was gericht op de vraag hoe de omvang van de vergoedingsplicht ten opzichte van een individuele belegger kan worden bepaald. Indien er sprake is van misleidende berichtgeving, gaat het echter veelal om ‘massaschade’. Er zijn veel gedupeerde beleggers. Kleine verschillen in de geschatte schade per effect kunnen resulteren in miljoenen euro’s verschil in de totale schade die door de aansprakelijke partijen moet worden vergoed.

Het doel van dit hoofdstuk is om de materieel- en procesrechtelijke analyse van de voorgaande hoofdstukken te confronteren met de huidige processuele mogelijkheden om massaschades af te wikkelen, en daarmee de vraag te beantwoorden in hoeverre misleidingszaken zich naar huidig recht lenen voor collectieve afwikkeling. Tevens zullen enkele beschouwingen worden gewijd aan de vraag hoe in de Verenigde Staten collectief schadeverhaal plaatsvindt in geval van schade door misleiding op de effectenmarkt.

Eerst ga ik in op de vraag in hoeverre het gelet op de vereisten van causaal verband en schade naar huidig recht mogelijk is om de vorderingen van gedupeerde beleggers gelijktijdig en gezamenlijk te behandelen (§ 6.2). Dit is van belang bij gebundelde vorderingen, alsmede bij cessie van vorderingen ter incasso. Vervolgens zal worden onderzocht in hoeverre in een collectieve actie de vereisten van causaal verband en schade aan de orde kunnen komen (§ 6.3). Daarna komt de vraag aan de orde hoe in collectieve schikkingen met het oog op de totstandkoming van een schikking de totale door beleggers geleden schade kan worden geschat en hoe de techniek van *damage scheduling* kan worden toegepast (§ 6.4). Ten slotte stel ik mij tot doel te analyseren in hoeverre causaliteits- en schade(begrotings)kwesties in een actie tot collectief schadeverhaal kunnen worden behandeld (§ 6.5). Ik ga daarbij van de veronderstelling uit dat het verbod op collectief schadeverhaal van art. 3:305a lid 3 BW niet geldt. Deze veronderstelling is nodig om te laten zien hoe een mogelijke afwikkeling van massaschade zou kunnen plaatsvinden.

6.2 Causaliteit en schade bij gebundelde zelfstandige vorderingen

6.2.1 De Baan-zaak

Illustratief voor de problematiek van gebundelde vorderingen is de Baan-zaak.¹ In totaal 460 eisers vorderden onder meer veroordeling tot betaling aan ieder van hen afzonderlijk van een schadevergoeding gelijk aan het bij dagvaarding met betrekking tot iedere eiser genoemde bedrag, alsmede een totaalbedrag in dollars. Het verwijt aan gedaagden is dat zij misleidende mededelingen hadden gedaan omtrent de toestand van deze vennootschap, waardoor eisers later koersverliezen leden. De rechtbank overweegt in haar tussenvonnis van 23 maart 2005 dat aanvullende informatie nodig is voordat zij zich een oordeel over de zaak kan gaan vormen. Met name ontbreekt een precisering van de gevorderde bedragen per eiser. Eisers stellen ieder voor zich schade te hebben geleden in de periode dat zij aandeelhouder zijn (geweest) van Baan. Om te kunnen vaststellen of dat zo is, dient de rechtbank te beschikken over een overzicht – dat ontbreekt – van het bezit aandelen Baan per eiser.² Voor degenen die nog aandelen houden dient de huidige situatie beschreven te worden en aangegeven te worden waar hun schade in zit. Per eiser dienen, zo mogelijk, aan- en verkoopnota's te worden overgelegd. Per eiser dient ook te worden aangegeven hoe de schade is opgebouwd en berekend (koersverlies, rente, transactiekosten en/of andere elementen). In het algemeen zal uit het totaal van de door eisers verschaft en te verschaffen gegevens duidelijk moeten zijn dat (bepaalde) verweten gedragingen tot schade bij iedere eiser afzonderlijk hebben geleid en hoe groot die schade is.

Uit het tussenvonnis van de rechtbank blijkt dat een vordering tot schadevergoeding wegens misleiding op de effectenmarkt bewerkelijk is en vanwege de noodzakelijke gespecificeerde onderbouwing het nodige van eisers vergt. Het vervolg van de zaak laat zien dat eisers niet zijn geslaagd in de opdracht van de rechtbank. Eisers hadden een CD-romschijf gedeponneerd ter griffie, waarop per eiser een aantal gegevens is opgenomen. De gegevens zijn vergaard door middel van een vragenlijst die aan de gedupeerde beleggers is toegestuurd door hun advocaat. Daarin werd iedere belegger gevraagd naar een overzicht van het aandelenbezit in de relevante periode (transactiedata, -volume, aan- en verkoopprijzen) en het aantal aandelen uit die periode dat op het moment van invullen van de vragenlijst nog werd gehouden, alsmede van het bedrag van de geleden schade (bestaande in koersverlies en transactiekosten). De rechtbank neemt echter geen genoegen met de verstrekte gegevens. Zij oordeelt dat om tot toewijzing van elk van de 460 vorderingen uit onrechtmatige daad te komen, per eiser moet kunnen worden beoordeeld of door de

1 Zie Rb. Arnhem 23 maart 2005, JOR 2005/140; Rb. Arnhem 23 november 2005, JOR 2006/2; Hof Arnhem 16 oktober 2007, JOR 2007/299. Zie over deze zaak tevens Borrius 2006, p. 10–15.

2 Dit dient volgens de rechtbank in ieder geval in te houden: (i) het aantal gehouden aandelen, (ii) de aankoopdatum of -data, (iii) de aankoopprijs, (iv) de verkoopdatum of -data, (v) de verkoopprijs.

gedaagden jegens hem onrechtmatig is gehandeld, of hij dientengevolge schade heeft geleden en of deze schade geheel of gedeeltelijk kan worden toegerekend aan de gedaagden die onrechtmatig hebben gehandeld. De rechtbank overweegt vervolgens:

“Reeds doordat één algemeen feitenrelaas door eisers is gehouden, zonder dat deze feiten te herleiden zijn tot feiten en omstandigheden die voor iedere individuele eiser een rol hebben gespeeld, voldoet hun betoog niet aan de (...) bedoelde criteria. De (...) bedoelde gegevens veranderen daar niets aan omdat zij niet zijn geplaatst in het kader van een redenering die de vordering per eiser, met name op het punt van de causaliteit, kan dragen. Uit de gegevens is slechts aannemelijk geworden dat de eisers in de te dezen relevante periode eigenaar van aandelen Baan Company zijn geweest. Zelfs is niet aannemelijk dat zij allen verlies hebben geleden op deze aandelen en voor zover dat wél aannemelijk is, ontbreekt de redenering die kan leiden tot aansprakelijkheid van (...) gedaagden (...). In de akte waarbij de CD-romschijf een bijlage vormt, gaan eisers niet op de (...) bedoelde overweging in het tussenvonnis in. Het is gebleven bij het los verschaffen van de onder (...) genoemde gegevens per eiser.”

De op onrechtmatige daad gebaseerde vorderingen worden dan ook afgewezen door de rechtbank.³

6.2.2 Grenzen aan de mogelijkheden tot collectieve afwikkeling

Hoe moet men nu oordelen over de Baan-zaak, in het licht van de beschouwingen van hoofdstuk 4 en 5? In de voorgaande hoofdstukken is uiteengezet hoe met behulp van het raamwerk van een prijslijn en een hypothetische prijslijn de onzuiverheid in de beurskoers kan worden aangetoond. Het verloop van deze lijnen kan worden aangetoond met behulp van een deskundigenrapport. Indien daaruit blijkt dat er gedurende een zekere periode sprake was van kunstmatige inflatie in de koers van het aandeel Baan, is duidelijk dat de prijs waartegen de aandelen in die periode zijn gekocht (en eventueel ook zijn verkocht), is beïnvloed. Dit geldt in beginsel voor iedere belegger, onafhankelijk van zijn of haar beleggingsdoelstellingen en -strategie. Een probleem is echter dat met de onzuiverheid in de beurskoers nog niet het causaal verband is vastgesteld tussen de onrechtmatige gedraging en de schade van een individuele belegger, zoals is gebleken in hoofdstuk 4.

Is het in aanvulling op een deskundigenrapport verstrekken van een transactie-overzicht per belegger ter zake van de desbetreffende effecten voldoende om het rechtens vereiste causaal verband (en de schadeomvang) te onderbouwen? Strikt

³ Daarnaast was de onrechtmatigheid van het handelen van de (voormalige) bestuurders op onjuiste wijze onderbouwd. Betoogd werd namelijk dat mededelingen van de rechtspersonen beide bestuurders konden worden toegerekend als onrechtmatig tegenover de aandeelhouders. Terecht verwerpt de rechtbank die redenering.

genomen luidt het antwoord ontkennend. In hoofdstuk 4 wees ik erop dat de elementen causaal verband en schade niet los kunnen worden gezien van de individuele belegger. Om vast te stellen welke schade feitelijk het gevolg is van de misleiding, moet immers de vermogenstoestand zoals deze in werkelijkheid is worden vergeleken met de vermogenstoestand zoals die (vermoedelijk) zou zijn geweest indien de onrechtmatige gedraging niet zou hebben plaatsgevonden. De toestand zoals deze zou zijn geweest is mede afhankelijk van het antwoord op de vraag hoe de *individuele* belegger zou hebben gehandeld indien de onrechtmatige daad niet had plaatsgevonden (althans wat hij daaromtrent stelt). Zou hij de beleggingstransactie wel of niet hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs)? Zou hij wellicht andere effecten hebben gekocht? Strikt genomen kan dus niet worden gezegd dat een CD-rom met verstrekte gegevens afdoende is voor de onderbouwing van het causaal verband en bestaan van schade, nu de gegevens niet zijn geplaatst in het kader van een redenering die de vordering per eiser kan dragen.

In geval van gebundelde vorderingen hebben beleggers drie opties om hun vorderingen in te kleden. Zij kunnen stellen dat zij zonder de misleiding (i) de effecten tegen een lagere marktprijs zouden hebben gekocht, (ii) de effecten in het geheel niet zouden hebben gekocht, (iii) de effecten zonder de misleiding tegen een lagere marktprijs, dan wel in het geheel niet zouden hebben gekocht. Voor alle drie de opties is van belang dat in het World Online-arrest⁴ causaal verband wordt geëist tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de individuele belegger. De Hoge Raad oordeelde dat causaal verband niettemin voorshands kan worden aangenomen, indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat (§ 5.3.2.d). Problematisch bij de collectieve afwikkeling is evenwel dat de gedaagde het voorshandse vermoeden kan trachten te ontzenuwen ten aanzien van *bepaalde* (bijvoorbeeld professionele) beleggers. Dit vergt een beoordeling van de individuele omstandigheden waarin die beleggers verkeren. Afgezien van deze kwestie doen zich andere problemen voor bij de collectieve afwikkeling, afhankelijk van de wijze waarop de beleggers hun vordering inkleden. Indien beleggers bijvoorbeeld kiezen voor optie (i), kunnen zij weliswaar gezamenlijk (via een deskundigenrapport) aantonen of de marktprijs was beïnvloed, maar doet zich bij de schadebegroting het probleem voor dat er verschil bestaat tussen beleggers die opdracht gaven tot aankoop van een bepaald *aantal* effecten (waaruit het transactiebedrag voortvloeit), en beleggers die voor een bepaald *bedrag* een opdracht gaven (waaruit het aantal aan te kopen effecten voortvloeit). Uit het transactieoverzicht dat beleggers overleggen, zal vaak niet blijken welke situatie aan de orde is. Indien beleggers kiezen voor optie (ii), speelt de vraag welke rendement bij alternatieve aanwending van het investeringsbedrag zou zijn behaald. Veelal zal de rechter de schade moeten schatten op basis van art. 6:97 BW, maar deze schatting dient naar mijn oordeel wel te steunen op gegevens over het beleggingsgedrag en -profiel van de belegger (vgl. § 5.3.4.a). Dit laatste

4 HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

vereist evenwel individueel bewijs. Indien beleggers kiezen voor optie (iii), is de ongelijksoortigheid tussen de beleggers een combinatie van de ongelijksoortigheid die zich voordoet bij de andere twee wijzen van inkleding van de vordering. Voor zover strikt het uitgangspunt wordt gehandhaafd dat (slechts) de *werkelijk* geleden schade wordt vergoed, worden hier dus grenzen bereikt voor het gezamenlijk behandelen van de vorderingen van beleggers. De wenselijkheid van dit uitgangspunt, met de daaraan inherente noodzaak tot individualisering, wordt tegenwoordig echter wel ter discussie gesteld, vooral op het terrein van letselschade.⁵ Een bepaalde mate van standaardisatie van de vergoeding is mogelijk te prefereren, gelet op de kosten van het feitenonderzoek dat nodig om de overwegingen van iedere belegger te achterhalen. De rechter heeft op grond van art. 6:97 BW grote vrijheid bij het vaststellen van de hoogte van de ‘werkelijke schade’, maar ook ter zake van de voorvraag of de schade nauwkeurig kan worden vastgesteld en welke maatstaven moeten worden gehanteerd.⁶ Niettemin verwacht ik dat de rechter in de praktijk de schade zo concreet mogelijk zal willen begroten.

De mogelijkheid om vorderingen van beleggers gezamenlijk te behandelen, wordt voorts nog begrensd door het verweer van de aangesproken partijen. Het meest in het oog springt het eigen-schuldverweer, dat een beoordeling van individuele omstandigheden vergt.

Op basis van het voorgaande kan geconcludeerd worden dat een collectieve afwikkeling van gebundelde vorderingen slechts in beperkte mate mogelijk is. Denkbaar lijkt mij slechts dat de rechter als *case manager* partijen eerst laat procederen over de gemeenschappelijke kwesties, en vervolgens pas over de individuele kwesties. Daarmee kan bijvoorbeeld worden bevorderd dat het geschil na beslissing op de gemeenschappelijke vragen wordt geschikt.

6.3 Causaliteit en schade bij collectieve acties (art. 3:305a BW)

6.3.1 Gelijksoortigheid van belangen

In een collectieve actie kan naar huidig recht geen schadevergoeding in geld worden gevorderd (art. 3:305a lid 3 BW). Wel kan door een belangenorganisatie een verklaring voor recht worden gevorderd dat beleggers op onrechtmatige wijze zijn misleid (§ 2.7.2). De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest⁷ geoordeeld dat de belangen van de beleggers in zulk een geval voldoende gelijksoortig zijn als bedoeld in art. 3:305a lid 1 BW (§ 2.7.1.b). Dat er tussen de beleggers onderling aanmerkelijke verschillen kunnen zijn in onder meer professionaliteit, mate van

⁵ Zie daarover Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 5.

⁶ Klaassen 2007 (Mon. BW B35), nr. 6.

⁷ HR 27 november 2009, LJN: BH2162. Zie tevens Rb. Amsterdam 11 juni 2008, JOR 2009/133 (St. Claim Lengai/Feederlines c.s.).

geïnformeerdheid, zorgvuldigheid bij het nemen van de beleggingsbeslissing en omvang van het geleden koersverlies, alsmede dat sommigen van hen geen natuurlijk persoon maar een rechtspersoon zijn kan daaraan niet afdoen. Dat zijn immers omstandigheden waarmee bij de bepaling van een eventueel toe te kennen schadevergoeding in een door ieder van de beleggers aan te spannen vervolgpcedure rekening kan worden gehouden.

6.3.2 *Belang bij de vordering (art. 3:303 BW)*

Indien de belangenorganisatie uitsluitend een verklaring voor recht vordert, dan zal hij (behoudens instemming van zijn wederpartij) hebben te bewijzen dat hij voldoende belang bij die vordering heeft.⁸ In de literatuur wordt aangenomen dat het ontbreken van voldoende belang leidt tot niet-ontvankelijkheid van de vordering.⁹ In zijn noot bij de zaak *Fred Severin/Bedrijfsvereniging voor de Detailhandel Detam*¹⁰ merkt Ras op dat de Hoge Raad van oordeel lijkt dat art. 3:303 BW met terughoudendheid moet worden toegepast. Daarbij speelt waarschijnlijk dat het afsnijden van een vordering, gelet op de gevolgen, een ingrijpend middel is, zodat het onjuist is het belang door de rechter op een goudschaaltje te laten wegen.

Hoe is het bovenstaande van toepassing op collectieve acties in geval van misleiding van beleggers? Deze problematiek kwam aan de orde in de zaak *St. Claim Lengai/Feederlines e.a.*¹¹ Het ging hier om deelname door vennoten in een scheeps-CV op basis van een (beweerdelijk) misleidend prospectus. Uiteindelijk hebben de vennoten geen verlies geleden, maar een winst van bijna 1% per jaar behaald. De belangenorganisatie vordert ten behoeve van de vennoten een verklaring voor recht dat jegens de vennoten onrechtmatig is gehandeld. Volgens de aangesproken partijen was de belangenorganisatie niet ontvankelijk, nu zij onvoldoende aannemelijk had gemaakt dat de vennoten schade hadden geleden en derhalve geen belang had bij haar vordering. De stichting stelde hiertegenover dat de waarde van de participaties minder is dan verwacht had mogen worden op basis van de verstrekte informatie. De vennoten hebben zes jaar lang geïnvesteerd in de CV; een andere wijze van investeren had de vennoten hoogstwaarschijnlijk een aanmerkelijk groter rendement over de desbetreffende periode opgeleverd, waarbij volgens de stichting de wettelijke rente als aanknopingspunt moet worden genomen. De rechtbank overweegt:

⁸ Jongbloed, Losbl. Vermogensrecht, art. 303, aant. 6.

⁹ Jongbloed, Losbl. Vermogensrecht, art. 303, aant. 6.

¹⁰ HR 17 september 1993, NJ 1994, 118, m.nt. H.E. Ras.

¹¹ Rb. Amsterdam 11 juni 2008, JOR 2009/133 (*St. Claim Lengai/Feederlines c.s.*).

“Aldus heeft de Stichting voldaan aan de op haar rustende stelplicht ten aanzien van de schade om aan te nemen dat zij een belang heeft bij haar vordering. Een vergelijking van de financiële situatie waarin de Vennoten na afloop van de C.V. verkeerden met de hypothetische financiële situatie waarin zij zouden hebben verkeerd indien zij niet tot participatie in de C.V. zouden zijn overgegaan, leidt immers ertoe – wanneer de stellingen van de Stichting worden gevolgd – dat rendement is misgelopen. Het verschil tussen het feitelijke rendement en het potentiële rendement kan in beginsel worden aangemerkt als gederfde winst. NIBC wordt niet gevolgd in haar stelling dat gederfde winst niet voor vergoeding in aanmerking komt. Gederfde winst valt immers onder vermogensschade.”

De overweging van de rechtbank lijkt mij juist in het licht van de feiten van die zaak. Gederfde winst kan worden aangemerkt als vermogensschade. De belangenorganisatie heeft het bestaan van die schadesoort voldoende gemotiveerd gesteld. Daarmee is overigens nog niet gezegd dat deze schadepost ex art. 6:98 BW voor vergoeding in aanmerking komt.

Ook in geval van misleiding van beleggers in beursgenoteerde uitgevende instellingen is denkbaar dat de aangesproken partijen de ontvankelijkheid van de belangenorganisatie betwisten wegens een gebrek aan belang. Ik denk bijvoorbeeld aan een betoog van gedaagden dat de belangenorganisatie niet aangetoond heeft dat de koers beïnvloed is geweest door de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken. Ik zou menen dat de belangenorganisatie met het oog op haar ontvankelijkheid niet hoeft aan te tonen dat er daadwerkelijk een (residuele) koersreactie is opgetreden. Dit zou te zeer vooruitlopen op het bewijs van causaal verband en de schade, en geen terughoudende toepassing van art. 3:303 BW zijn. Zou dan wellicht moeten worden geëist dat de belangenorganisatie de *mogelijkheid* van rechtens vergoedbare schade aannemelijk maakt? Dit is het criterium om de zaak naar een schadestaatprocedure te verwijzen. Hier lijkt iets voor te zeggen, omdat onduidelijk is wat het belang van de verklaring voor recht is als de mogelijkheid van schade niet aannemelijk wordt (gemaakt). In de rechtspraak worden doorgaans echter snel aangenomen dat aan het criterium is voldaan (zie § 5.5). Bovendien geldt dat zolang in het Nederlandse recht niet is uitgekristalliseerd welke schade (die in een csqn-verband staat met de vermeende onrechtmatige gedraging) rechtens ook toerekenbaar is aan de schadeveroorzaker, het relatief eenvoudig zal zijn om te betogen dat er *enige* schade is geleden. Zo zal een collectieve actie veelal worden ingesteld indien het beleggingsobject slecht gerendeerd heeft. Evenals in de hierboven genoemde zaak St. Claim Lengai/Feederlines e.a. kan dan door de belangenorganisatie worden betoogd dat schade is geleden in de vorm van gemist rendement, door te vergelijken met de spaarrente of wettelijke rente. Wel is hiervoor vereist dat de belangenorganisatie aanvoert dat de beleggers voor wie zij opkomt de effecten zonder de misleidende voorstelling van zaken niet zouden hebben gekocht.

6.3.3 Het vaststellen van de onzuiverheid in de beurskoers

Een belangrijke vraag is of een belangenorganisatie naar huidig recht tevens kan vorderen dat de rechter de onzuiverheid in de beurskoers per handelsdag vaststelt.¹² Indien dit zou kunnen, is daarmee een belangrijke stap gezet voor het te leveren bewijs ter zake van het causaal verband en de schade. Ook in dit verband zijn de Vie d'Or-arresten van belang, omdat daarin de reikwijdte van het verbod van art. 3:305a lid 3 BW aan bod komt. In § 2.7.2 heb ik daar reeds kort op gewezen.

De Stichting Vie d'Or had onder meer een verklaring voor recht gevorderd dat de aangesproken partijen – de actuaris, Verzekeringskamer en accountants – hoofdelijk gehouden zijn tot voldoening van de schade die de voormalige polishouders in het faillissement van Vie d'Or hebben geleden. Het hof had deze vordering afgewezen, waartegen de stichting in cassatie opkwam. De Hoge Raad vat de klachten van de stichting aldus samen dat volgens haar de desbetreffende vordering behoort tot de vorderingen die in verband met de te bundelen gelijksoortige belangen van de polishouders in een procedure op de voet van art. 3:305a BW kunnen worden ingesteld; het verbod van art. 3:305a lid 3 BW zou daar niet aan in de weg staan. Dit standpunt wordt door de Hoge Raad verworpen. Hij overweegt:¹³

“Het hof heeft – niet onbegrijpelijk – geoordeeld dat de bedoelde rechtsvordering in wezen ertoe strekt de omvang van de schadevergoedingsverplichting jegens ieder van de individuele polishouders vast te stellen. Nu deze vaststelling niet kan geschieden zonder te treden in de vraag in welke mate, afhankelijk van de bijzondere omstandigheden van het geval, het ontstaan van die individuele schade aan het handelen van de actuaris, de Verzekeringskamer en de accountants kan worden toegerekend en in welke mate de aan dezen en mogelijk aan de individuele benadeelde toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen, verzet de strekking van art. 3:305a BW zich tegen toewijzing van die vordering. De belangen die de rechtsvordering aldus beoogt te dienen laten zich, naar het hof niet onbegrijpelijk heeft overwogen, in dit geval in zodanig onvoldoende mate veralgemeniseren, dat zij niet gerekend kunnen worden tot de gelijksoortige belangen waarop art. 3:305a BW het oog heeft. Daaraan doet niet af dat het hof, in het bijzonder omtrent het causaal verband tussen het onrechtmatig handelen van de actuaris, de Verzekeringskamer en de accountants en de totale schade en het tijdstip waarop die totale schade moet worden berekend, beslissingen heeft gegeven die op zichzelf “veralgemeniseerbare vraagstukken van causaliteit en aansprakelijkheid” betreffen.”

Het is dus duidelijk dat art. 3:305a lid 3 BW in de weg staat aan de bedoelde vordering van de stichting.

¹² Dit idee werd geopperd door A.H.W. Vink tijdens een bijeenkomst van de Vereniging Corporate Litigation.

¹³ HR 13 oktober 2006, JOR 2006/295, r.o. 8.1.3; JOR 2006/296, r.o. 9.1.3; JOR 2006/297, r.o. 8.1.3.

De vraag is nu wat de betekenis van bovenstaande overweging is voor collectieve acties wegens misleiding van beleggers op de effectenmarkt. Een vordering tot het vaststellen van de onzuiverheid van de beurskoers per handelsdag lijkt minder ver te gaan dan een vordering tot verklaring voor recht dat de aangesproken partijen hoofdelijk gehouden zijn tot schadevergoeding zoals in de Vie d'Or-zaak. Zie ik het goed, dan hoeft niet te worden getreden in de vraag in welke mate het ontstaan van de individuele beleggingsschade aan het handelen van de aangesproken partijen kan worden toegerekend, en in welke mate de aan dezen en mogelijk aan de individuele belegger toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen. Gelet hierop, valt moeilijk in te zien hoe de strekking van art. 3:305a (lid 3) BW zich zonder meer zou verzetten tegen toewijzing van die vordering tot vaststelling van de onzuiverheid van de beurskoers. Verdedigbaar is dan ook dat die vordering niet in strijd is met art. 3:305a lid 3 BW.¹⁴ Ik zou het wenselijk vinden dat de rechter de onzuiverheid in de beurskoers kan vaststellen, omdat een collectieve en efficiënte afwikkeling van beleggingsschade hierdoor wordt bevorderd. Zo zal de vaststelling zeer nuttig zijn bij het bereiken en vormgeven van een collectieve schikking.

De vordering tot het vaststellen van de onzuiverheid van de beurskoers zal in bijzondere gevallen mogelijk op bezwaren stuiten door potentiële belangenconflicten tussen beleggers ten aanzien van het aan te tonen verloop van de hypothetische prijslijn (zie hierover ook § 6.5.4.a).

Het eerste bijzondere geval betreft de situatie dat er mogelijk meerdere momenten waren waarop de waarheid (gedeeltelijk) bekend werd. Dan zal bijvoorbeeld een belegger die effecten kocht voorafgaand aan het eerste mogelijke *disclosure*-moment en verkocht voor het tweede mogelijke *disclosure*-moment er belang bij hebben om aan te tonen dat de kunstmatige inflatie reeds na het eerste *disclosure*-moment uit de koers was verdwenen. Daarentegen zal een belegger die na het eerste mogelijke *disclosure*-moment kocht, en verkocht na het tweede *disclosure*-moment juist zullen willen betogen dat de waarheid na het eerste mogelijke *disclosure*-moment nog niet bekend was.

Een tweede potentieel belangenconflict houdt verband met de verrekening van voordelen. Daarbij denk ik in het bijzonder aan het geval dat de kunstmatige inflatie toenam in het tijdvak van de misleiding. Op tussentijds verkochte effecten kan dan namelijk een voordeel zijn behaald dat verrekend moet worden met de geleden schade op effecten die wel werden aangehouden tot na bekendwording van de waarheid. De tussentijds verkopende beleggers zullen ten aanzien van de aan te

14 A-G Timmerman betoogt in zijn conclusie (nr. 4.7.5.13) bij HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.) dat een vordering op basis waarvan de rechter oordeelt over het hypothetische koersverloop in de situatie waarin geen misleidende mededelingen zijn gedaan geen rechtsvordering is die in wezen ertoe strekt de omvang van de schadevergoedingsverplichting jegens ieder van de individuele beleggers vast te stellen. De Hoge Raad laat zich hier niet over uit. Zie ook Comegoor 2009, p. 18–19. Zie echter mijn bespreking in de hoofdtekst van bijzondere gevallen waarin het vaststellen van het verloop van de hypothetische koers aanleiding kan geven tot belangenconflicten.

tonen omvang van de kunstmatige inflatie op het verkoopmoment een belang hebben dat spiegelbeeldig is aan het belang van beleggers die op dat moment kochten (verkopende beleggers hebben belang bij een op dat moment lage kunstmatige inflatie, kopende bij een hoge).

In bovenstaande twee gevallen is het de vraag of één belangenorganisatie – zoals bijvoorbeeld de VEB – de belangen van alle beleggers tegelijk kan behartigen door de rechtsvordering tot het vaststellen van de onzuiverheid in de beurskoers (zie hierover tevens § 6.5.2 en § 6.5.3). Hoewel aan een collectieve actie niet in de weg staat dat er belangenconflicten zijn tussen de personen ten behoeve van wie een belangenorganisatie opkomt, mede gelet op de mogelijkheid van art. 3:305a lid 5 BW om zich aan de werking van de uitspraak te onttrekken, vraag ik me toch af of de vordering kan worden toegewezen. De ‘opt-out’-mogelijkheid van art. 3:305a lid 5 BW lijkt mij vooral te zien op vorderingen die strekken tot veroordeling van de gedaagde tot een doen of een niet-doen¹⁵, en dat is hier niet aan de orde. Bij beoordeling van de toelaatbaarheid van de vordering zal van belang zijn hoe objectief de onzuiverheid in de beurskoers kan worden vastgesteld. Econometrische technieken lijken wel enige waarborg te bieden tegen manipulatie, en tevens kan een gevoeligheidsanalyse worden verricht om te bezien hoe de uitkomst afhangt van de onderliggende veronderstellingen.¹⁶

Mocht de rechter in deze bijzondere gevallen de vordering tot het vaststellen van de onzuiverheid niet willen toewijzen, dan lijkt mij een *second best* oplossing denkbaar. Deze oplossing houdt in dat enkele representatieve proefpersonen als mede-eisers optreden (in eigen naam of via lastgeving/cessie ter incasso door de belangenorganisatie, zie § 2.7.1.d), waarbij dan een deskundigenrapport wordt overgelegd ter onderbouwing van de onzuiverheid in de beurskoers. Dan kan aan de rechterlijke uitspraak ter zake van de vordering van deze representatieve proefpersonen toch een indicatie worden ontleend omtrent de aannemelijk geachte onzuiverheid in de beurskoers.^{17,18} Hierdoor kan dan bijvoorbeeld eenvoudiger een collectieve schikking tot stand komen (zie over collectieve schikkingen § 2.7.3 en hierna § 6.4).

Ten overvloede merk ik op dat het overleggen van een deskundigenrapport waarin de onzuiverheid in de beurskoers wordt onderbouwd dienstig kan zijn bij de

15 Vgl. Hof Amsterdam 13 december 2007, NJ 2008, 118 (Plazacasa BV/Stichting Baas in Eigen Huis), waarin het hof overigens nogal streng lijkt bij de uitleg van art. 3:305a BW.

16 Vgl. In re LTV Securities Litigation, 88 F.R.D. 134 (N.D. Tex. 1980) (“available techniques of proof such as econometric modeling are sufficiently demanding of internal consistency as to reduce the opportunity for such manipulation of data.”).

17 Cornegoor 2009, p. 29 merkt terecht op dat de uitspraak in een collectieve actie strikt genomen geen grotere precedentwerking heeft dan een uitspraak in een proefprocedure.

18 Denkbaar is ook nog dat in de besproken bijzondere gevallen meerdere belangenorganisaties worden opgericht die elk representatief zijn voor een deel van de gedupeerde beleggers (bijvoorbeeld beleggers die al hun effecten hebben aangehouden of beleggers die tevens effecten hebben verkocht). Vgl. Tzankova & Van Doorn 2009, p. 116 e.v. Deze constructie lijkt mij kostbaarder dan de oplossing in de hoofdtekst.

onderbouwing van de *onrechtmatigheid* van het handelen, zelfs indien het naar huidig recht niet mogelijk is voor een belangenorganisatie om per handelsdag de onzuiverheid in de beurskoers te laten vaststellen. Met zulk een deskundigenrapport kan namelijk mede aannemelijk worden gemaakt dat de beweerdelijk misleidende informatie *materieel* was. Bij de beoordeling van de vraag of een misleidende voorstelling van zaken is gegeven gaat het om de vraag of de informatie voor de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger misleidend was.¹⁹ Indien een koersreactie zichtbaar kan worden gemaakt, zal de rechter waarschijnlijk eerder geneigd zijn om te oordelen dat deze vraag bevestigend moet worden beantwoord. De markt is dan kennelijk misleid geweest door de informatie. Op grond van het Vie d'Or-arrest geldt dat de (redelijke) kosten ter vaststelling van schade en aansprakelijkheid voor vergoeding in aanmerking kunnen komen.²⁰

6.4 Causaliteit en schade bij collectieve schikkingen

6.4.1 Inleiding

De procedure van de Wet collectieve afwikkeling massaschade heb ik op hoofdlijnen reeds beschreven (§ 2.7.3). Kort gezegd beoogt deze wet het collectief afwikkelen van massaschade te faciliteren doordat een (schikkings)overeenkomst door de rechter op verzoek van de schadeveroorzaker en een of meer belangenorganisaties verbindend kan worden verklaard voor alle beleggers.

Hieronder ga ik slechts in op de vereisten van art. 7:907 lid 3 aanhef en sub b BW. De rechter dient op grond van deze bepaling een verzoek tot verbindendverklaring af te wijzen, indien de hoogte van de toegekende vergoeding niet redelijk is, mede gelet op (i) de omvang van de schade, (ii) de eenvoud en snelheid waarmee de vergoedingen verkregen kunnen worden en (iii) de mogelijke oorzaken van de schade.²¹ De tweede factor is voor het onderhavige onderzoek minder van belang, en zal daarom in beginsel buiten beschouwing blijven.

19 Vgl. HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. De Jong (De Boer e.a./TMF).

20 Zie HR 13 oktober 2006, JOR 2006/295, r.o. 7.2.2; JOR 2006/296, r.o. 8.2.2; JOR 2006/297, r.o. 6.3.2. Zie ook de noot van Van Dam bij HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 529.

21 De drie factoren die in art. 7:907 lid 3 sub b BW worden genoemd zijn niet-limitatief. De rechtspraak in de Verenigde Staten biedt voorbeelden van andere factoren die van belang zijn. In *City of Detroit v. Grinnell Corp.*, 495 F.2d 448 (2d Cir. 1974) wordt bijvoorbeeld de volgende lijst factoren genoemd: "(1) the complexity, expense and likely duration of the litigation (...); (2) the reaction of the class to the settlement (...); (3) the stage of the proceedings and the amount of discovery completed (...); (4) the risks of establishing liability (...); (5) the risks of establishing damages (...); (6) the risks of maintaining the class action through the trial (...) (7) the ability of the defendants to withstand a greater judgment (...); (8) the range of reasonableness of the settlement fund in light of the best possible recovery (...) (9) the range of reasonableness of the settlement fund to a possible recovery in light of all the attendant risks of litigation". Ik zal deze verder onbesproken laten.

In deze paragraaf wil ik de vraag beantwoorden hoe de *totale* door beleggers geleden schade als gevolg van een misleidende voorstelling van zaken kan worden bepaald, en hoe de rechter deze werkwijze zal (moeten) beoordelen (§ 6.4.2). Vervolgens zal worden ingegaan op de techniek van *damage scheduling* voor de verdeling van de vergoeding, en hoe de rechter de redelijkheid daarvan beoordeelt (§ 6.4.3).

6.4.2 Omvang van de geaggregeerde schade

a. Trading models

Om de vraag te kunnen beantwoorden of de aangeboden vergoeding redelijk is, dient de rechter een inschatting te kunnen maken van de omvang van de totale schade van de beleggers ten behoeve van wie de verbindendverklaring wordt verzocht. De schade van individuele beleggers dient bij elkaar te worden opgeteld. Problematisch hierbij is dat de schade per belegger afhankelijk is van de vraag hoe hij (vermoedelijk) zou hebben gehandeld indien geen misleidende voorstelling van zaken was gegeven. Dit subjectieve element verhindert een eenvoudige vaststelling van de geaggregeerde schade, vooral indien de identiteit van gedupeerde beleggers (nog) niet bekend is.

Een manier om de werkelijke totale schade bij benadering te bepalen, is om gebruik te maken van het raamwerk van de prijslijn en hypothetische prijslijn in combinatie met aan- en verkoopgegevens. Stilzwijgend wordt verondersteld dat schade zich objectief per effect laat vaststellen, zonder aandacht te besteden aan het subjectieve element. Niet de individuele belegger, maar de schade per effect wordt als uitgangspunt genomen. Effectentransacties zullen geregistreerd zijn bij banken en tussenpersonen, zodat aan- en verkoopgegevens in beginsel schriftelijk beschikbaar zijn. Hierbij doet zich evenwel het praktische probleem voor dat het tijdrovend en kostbaar kan zijn om deze gegevens te verzamelen, terwijl het bijvoorbeeld met het oog op schikkingsonderhandelingen wenselijk kan zijn om eerder enig inzicht te hebben in de omvang van de totale schade.

Gelet op de praktische moeilijkheden bij het verzamelen van aan- en verkoopgegevens, wordt in de Amerikaanse praktijk veelal een andere weg gekozen om de geaggregeerde schade te berekenen. Daarbij wordt gebruik gemaakt van de dagelijkse handelsvolumes gedurende de periode dat de koers op een onzuiver niveau stond. Met het oog op de noodzakelijke correctie voor effecten die in deze periode zowel zijn aangekocht als verkocht, moet worden bepaald hoeveel effecten die op een bepaalde dag werden verhandeld al eerder in de relevante periode werden verhandeld. Bij een constante kunstmatige inflatie per effect, kunnen deze eerder verhandelde effecten worden geëlimineerd uit het totaal. Als de omvang van de kunstmatige inflatie fluctueert tijdens de relevante periode, is het van belang om te achterhalen op welke dag het effect werd verhandeld, zodat de vereiste aanpassingen kunnen worden aangebracht in de berekening. Deze correctie voor tussentijdse verkopen is praktisch gezien problematisch, omdat het niet goed mogelijk is om

(zonder de administratie van banken en tussenpersonen) de handel in afzonderlijke effecten direct te ‘volgen’ gedurende de relevante periode.²² In de Verenigde Staten wordt daarom veel gebruik gemaakt van een *trading model* om te schatten op hoeveel effecten werkelijk schade is geleden. Dit is een wiskundig model waarbij veronderstellingen worden gehanteerd over onderliggende handelspatronen gedurende de periode van de misleiding.²³

Met behulp van het aantal uitstaande effecten en de handelsvolumes op iedere dag van de relevante periode wordt bij het gebruik van een trading model als eerste de *float* bepaald, een maatstaf voor het aantal effecten dat is uitgegeven, uitstaat en met enige mate van waarschijnlijkheid zal worden verhandeld in de markt. De veronderstelling is dat er op effecten buiten de float geen schade wordt geleden. De float wordt geschat door groepen effecten te identificeren die niet worden verhandeld of slechts een kleine kans hebben om verhandeld te worden. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gelet op effecten die door *insiders* worden gehouden voor en na de periode van de misleiding, of door beleggers die bij de toezichthouder een verplichte melding hebben gedaan van hun effectenbezit.²⁴ Soms kunnen ook pakketten aandelen die door institutionele beleggers worden gehouden, worden uitgesloten van de float.

De volgende stap is om te bepalen hoeveel effecten in de float werkelijk werden verhandeld. Daarvoor kunnen verschillende veronderstellingen worden gebruikt. In de praktijk worden meestal drie modellen gehanteerd: (i) het *proportional-trading-model*²⁵ (PT-model), (ii) het *accelerated-trading-model* (AT-model) en (iii) het *multi-trader-model* (MT-model).

b. Het proportional-trading-model

In het PT-model is de veronderstelling dat elk effect in de float een even grote kans heeft om dagelijks opnieuw verhandeld te worden. Volgens deze veronderstelling komt dus een proportioneel aantal van de dagelijks verhandelde aandelen uit de verzameling van aandelen die niet zijn verhandeld sinds het begin van de relevante periode (‘Float Retained’) en van de verzameling aandelen die zijn gekocht gedurende de relevante periode (‘Traded Shares Retained’). Op iedere handelsdag is de som van beide verzamelingen gelijk aan de totale float. Stel er staan 100.000 aandelen uit (de float), en dagelijks worden 10.000 aandelen verhandeld. De periode waarin de koers op een onzuiver niveau heeft gestaan beslaat drie dagen en de kunstmatige inflatie was gedurende deze dagen constant. Onder de veronderstellingen van het PT-model heeft elk aandeel een kans van 10% om te worden verhandeld, zodat de 10.000 dagelijks verhandelde aandelen bestaan uit 10% van de aandelen die reeds eerder werden verhandeld in de relevante periode, plus 10% van

22 Vgl. Alexander 1994, p. 1459.

23 Zie hierover uitgebreider Fischel & Ross 1994; Fischel, Ross & Keable 2006.

24 Vgl. de regels uit de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen.

25 Ook wel *proportional-decay-model* genoemd.

de aandelen die niet eerder werden verhandeld. Alleen op de ‘nieuwe’ gekochte aandelen wordt schade geleden. In een tabel ziet dit er aldus uit:

	Niet eerder verhandelde aandelen	Kans dat niet eerder verhandeld aandeel wordt verhandeld	Geschade aandelen	Eerder verhandelde aandelen	Totaal aantal verhandelde aandelen
	A	B	$C = A \cdot B$	$10.000 - C$	
Dag 1	100.000	10%	10.000	0	10.000
Dag 2	90.000	10%	9.000	1.000	10.000
Dag 3	81.000	10%	8.100	1.900	10.000
Totalen			27.100	2.900	30.000

De getallen in de vierde en vijfde kolom tellen steeds op tot het totale dagelijkse handelsvolume van 10.000. Het gaat er dus om uit welke verzameling aandelen de dagelijks verhandelde hoeveelheid afkomstig is: de niet eerder verhandelde aandelen, of de eerder verhandelde aandelen. Alleen op de niet eerder verhandelde aandelen wordt schade geleden. Daarmee komt het totaal aantal geschade aandelen na drie handelsdagen op 27.100, hoewel het totale handelsvolume over drie dagen 30.000 was.

c. Het accelerated-trading-model

Het accelerated-trading-model (AT-model) veronderstelt dat aandelen die eerder werden verhandeld, met een grotere kans opnieuw zullen worden verhandeld. De veronderstelling in het PT-model dat elk effect in de float een even grote kans heeft om verhandeld te worden hoeft namelijk niet juist te zijn. Effecten die al eerder in de relevante periode werden verhandeld, zullen soms met een grotere kans opnieuw worden verhandeld. Volgens sommige schattingen is deze kans vier tot vijfmaal zo groot.²⁶ Dit lijkt vooral op te gaan in geval van de overname van een doelvennootschap, als arbitrageurs en andere korte termijn speculanten op de markt actief zijn.²⁷ Het AT-model gaat er daarom vanuit dat de kans een eerder verhandeld aandeel opnieuw zal worden verhandeld een (constant) veelvoud is van de kans dat een niet eerder verhandeld aandeel zal worden verhandeld. Dit veelvoud staat wel bekend als de *Turnover Likelihood Ratio* (TLR, ook wel de *Acceleration Factor* genoemd). Indien wordt aangenomen dat de acceleratiefactor gelijk is aan één, worden dezelfde

²⁶ Beaver & Malernee 1990, p. 643.

²⁷ Koslow 1991, p. 834.

resultaten verkregen als op basis van het PT-model. Indien we aannemen dat de TLR gelijk is aan vijf, verandert het geschade aantal aandelen als volgt:²⁸

	Niet eerder verhandelde aandelen	Kans dat niet eerder ver- handeld aan- deel wordt verhandeld	Geschade aandelen	Eerder verhandelde aandelen	Totaal aantal verhandelde aandelen
	A	B	$C = A \cdot B$	$10.000 - C$	
Dag 1	100.000	10%	10.000	0	10.000
Dag 2	90.000	7,14%	6.426	3.574	10.000
Dag 3	83.574	6,03%	5.040	4.960	10.000
Totalen			21.466	8.435	30.000

Te zien is dat het aantal geschade aandelen onder de veronderstellingen van het AT-model is afgenomen van 27.100 tot 21.466.

d. Het multi-trader-model

Het meest geavanceerde – en meest realistische – model is het multi-trader-model. Dit model veronderstelt anders dan het PT-model en het AT-model dat er twee (of meer) typen beleggers zijn, die een verschillende geneigdheid tot handelen hebben. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van een eenvoudig voorbeeld. Laten we veronderstellen dat er twee typen beleggers zijn: actieve en minder actieve. De actieve beleggers houden 20% van de float en nemen 80% van de dagelijkse handel voor hun rekening. De minder actieve beleggers houden 80% van de float en nemen 20% van de dagelijkse handel voor zijn rekening. Op basis van deze veronderstellingen kunnen de volgende tabellen worden opgesteld:

²⁸ Voor de berekeningen in de tabel is gebruik gemaakt van de voor elke handelsdag geldende formule: $\text{TLR (5)} \cdot \text{newly traded volume (C)} / \text{untraded shares (A)} = \text{retraded volume (10.000 - C)} / \text{traded shares (100.000 - A)}$. Op basis van het getallenvoorbeeld kan het aantal nieuw geschade aandelen voor handelsdag 2 dan worden bepaald met de formule: $5 \cdot C / 90.000 = (10.000 - C) / (100.000 - 90.000)$. Herschrijven geeft $C = 6.426$. Voor dag 3 moet gelden: $5 \cdot C / 83.574 = (10.000 - C) / (100.000 - 83.574)$. Herschrijven geeft $C = 5.040$. De percentages in de derde kolom volgen uit de formule $C / (100.000 - \text{niet eerder verhandelde aandelen})$. Voor dag 2 betekent dit: $6426 / 90.000 = 0,0714$. Voor dag 3: $5040 / 83.574 = 0,0603$.

Actieve belegger(s); 20.000 aandelen beschikbaar voor handel					
	Niet eerder verhandelde aandelen	% niet eerder verhandelde aandelen	Geschade aandelen	Eerder verhandelde aandelen	Dagelijks handels-volume
	A	$B = A / 20.000$	$C = B * 8000$	$8.000 - C$	
Dag 1	20.000	100%	8.000	0	8.000
Dag 2	12.000	60%	4.800	3.200	8.000
Dag 3	7.200	36%	2.880	5.120	8.000
Totaal			15.680	8.320	24.000

Minder actieve belegger(s); 80.000 aandelen beschikbaar voor handel					
	Niet eerder verhandelde aandelen	% niet eerder verhandelde aandelen	Geschade aandelen	Eerder verhandelde aandelen	Dagelijks handels-volume
	A	$B = A / 80.000$	$C = B * 2000$	$2.000 - C$	
Dag 1	80.000	100%	2.000	0	2.000
Dag 2	78.000	97,5%	1.950	50	2.000
Dag 3	76.050	95,06%	1.901	99	2.000
Totaal			5.851	149	6.000

Indien het aantal geschade aandelen voor beide typen beleggers wordt opgeteld, levert dit een totaal van $(15.680 + 5.851 =) 21.531$ aandelen op. Dit is opnieuw duidelijk lager dan de 27.100 geschade aandelen die op basis van het PT-model waren berekend.²⁹

e. De keuze voor een model en verdere operationalisering

De totale geschatte schade is het hoogste op basis van het PT-model, zodat dit model doorgaans door gedupeerde beleggers wordt geprefereerd. Deskundigen in de Verenigde Staten verschillen echter van mening over de vraag welk model dient te worden gebruikt alsmede over de keuze van de parameters. Het verdient daarom

²⁹ De uitkomsten van het MT-model zijn moeilijker te vergelijken met het AT-model, omdat de resultaten sterk afhangen van de gehanteerde veronderstellingen in beide modellen (de TLR, het aantal actieve/niet-actieve beleggers etc.).

aanbeveling dat een gevoeligheidsanalyse wordt uitgevoerd bij een eenmaal gekozen modelspecificatie. Tegen lage kosten kan dan worden beoordeeld hoe gevoelig het aantal geschatte aandelen waarop schade is geleden is voor de gemaakte aannames.

Indien een bepaald trading model is gekozen en verdere aannames zijn gemaakt, dienen deskundigen nog te bepalen hoe zij optimaal gebruik kunnen maken van beschikbare informatie. Publiekelijk beschikbare informatie over de handel en het effectenbezit van insiders of institutionele beleggers kan bijvoorbeeld nuttig zijn om het model te optimaliseren. Naarmate de zaak zich verder ontwikkelt, kunnen voorts aanvullende gegevens van banken en tussenpersonen worden gebruikt om het model te verfijnen.

In aanvulling op de modelparameters die controleren voor reeds verhandelde effecten, is tevens van belang om aandacht te besteden aan: (i) handel door *market makers* of andere specialisten, (ii) daghandel, en (iii) het aantal voor de handel beschikbare effecten. Het is wenselijk dat het dagelijkse handelsvolume wordt verminderd met de handel voor rekening van market makers of andere specialisten, zodat slechts de handel door 'echte' beleggers resteert. Verder zullen bepaalde beleggers hun aangekochte effecten op dezelfde handelsdag ook weer verkopen. Aangenomen mag worden dat op deze effecten geen schade is geleden, zodat zij kunnen worden geëlimineerd uit het totaal. Ten slotte kan het aantal effecten dat beschikbaar is voor de handel variëren, al naar gelang het aantal uitstaande effecten, kortlopende belangen en institutioneel effectenbezit aan wijzigingen onderhevig zijn.

Een zwak punt van trading models is dat geen rekening wordt gehouden met behaalde *voordelen* op verkochte effecten in de zin van art. 6:100 BW (§ 4.4.1.e-f) en met 'eigen schuld' (art. 6:101 BW) aan de zijde van de belegger (§ 4.6.2–3).

f. De toelaatbaarheid van trading models in het Amerikaanse recht

Het beeld in de Amerikaanse lagere rechtspraak ten aanzien van de toelaatbaarheid van trading models is enigszins gemengd. In veel zaken staat de vraag centraal of een trading model voldoet aan de zogenaamde Daubert-factoren. In de zaak *Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc.*³⁰ heeft de Supreme Court overwogen dat de lagere rechter de betrouwbaarheid van bewijs door deskundigen dient te bewaken. De beoordeling dient te geschieden aan de hand van vier factoren: (i) de vraag of de theorie of techniek getoetst kan worden en getoetst is, (ii) de vraag of de techniek of theorie onderworpen is geweest aan *peer review* en publicatie, (iii) de bekende of potentiële foutkans (*rate of error*), (iv) de mate waarin de theorie algemeen is aanvaard.³¹

30 509 U.S. 579 (1993).

31 In *Kumho Tire Co., Ltd v. Carmichael*, 525 U.S. 137 (1999) werd overwogen dat deze vier factoren flexibel moeten worden toegepast.

In een aantal zaken wordt bewijs omtrent de omvang van de totale beleggings-schade met een trading model toegestaan.³² In de zaak *In re Oxford Health Plans, Inc. Securities Litigation*³³ oordeelde de rechter dat een deskundigenverklaring omtrent de geaggregeerde schade toegelaten was. Geen oordeel werd echter gegeven omtrent de validiteit of toelaatbaarheid van de door eisers voorgestelde wijze van schadeberekening. In de zaak *Robbins v. Deloitte & Touche, LLP*³⁴ werd het de jury toegestaan om een oordeel te geven over de geaggregeerde schade. In de *Worldcom-zaak*³⁵ oordeelde de rechter dat bewijs over de totale schade gepast is indien er werkelijke handelsdata beschikbaar zijn voor meer dan vijftig procent van de desbetreffende transacties, en de toelaatbaarheid of betrouwbaarheid van een trading model niet in geschil is tussen partijen. Het gebruik van een trading model werd aanvankelijk uitgesloten in de zaak *In re Raytheon Co. Securities Litigation*, maar na de onbetwiste stelling dat de PSLRA (de Private Securities Litigation Reform Act, zie § 3.2.4 en § 3.3.3) een oordeel vergt over de totale schade, werd het bewijs daarvan zonder bezwaren geaccepteerd. In de zaak *In re Helionetics, Inc. Securities Litigation*³⁶, werd tijdens het proces een trading model gebruikt, dat niet werd betwist.

In verschillende andere uitspraken wordt het gebruik van een trading model niet toegelaten door de rechter. Zo werd het gebruik van een PT-model ten behoeve de berekening van de totale schade in een bodemprocedure niet geoorloofd geacht in de zaak *Kaufman v. Motorola, Inc.*³⁷ De rechter komt tot het oordeel dat het PT-model niet voldoet aan de Daubert-vereisten. Het PT-model is nimmer getoetst aan de werkelijkheid. Daar komt bij dat volgens de rechter uit de verhoren en overgelegde documenten was gebleken dat het PT-model nimmer door professionele economen is geaccepteerd. Het model lijkt vooral voor effectenrechtelijke procedures te zijn ontwikkeld. Hoewel de rechter erkent dat een bepaald model nodig is om de geaggregeerde schade te berekenen, impliceert dit niet dat zonder zulk een berekening een schending van het effectenrecht ongestraft zou blijven. Volgens de rechter dient slechts de *werkelijk* geleden schade op grond van s.10(b)(5) te worden vergoed. Een adequate remedie is volgens de rechter een schatting van de schade per aandeel door de jury. Vervolgens is vereist dat iedere aandeelhouder bewijs aandraagt van zijn schade. In de zaak *Bell v. Fore Systems, Inc.*³⁸ werd de deskundigenverklaring inzake de totale schade terzijde gesteld, aangezien de PSLRA volgens de rechter een “*individualized damages limitation for each*

32 Overzicht ontleend aan de uitspraak *In re Broadcom Corporation Securities Litigation*, 2005 WL 1403756 (C.D.Cal.).

33 244 F.Supp.2d 247, 249–52 (S.D.N.Y.2003).

34 1995 WL 17205104, 1 (M.D.Fla.1995), later in hoger beroep op andere gronden vernietigd.

35 2005 WL 491397, 2–4 (S.D.N.Y.2005).

36 Aangehaald in *In re Broadcom Corporation Securities Litigation*, 2005 WL 1403756 (C.D.Cal.).

37 *Kaufman v. Motorola, Inc.*, No. 95 C 1069, 2000 WL 1506892 (N.D.Ill.).

38 2002 WL 32097540, 1, 5–6 (W.D.Pa.2002).

plaintiff” vereist. De rechter oordeelde in de zaak *Lazar v. Biogen, Inc.*³⁹ dat slechts de werkelijk geleden schade voor vergoeding in aanmerking komt. De jury zou worden gevraagd om een schadebedrag per aandeel vast te stellen, in plaats van een totaalbedrag. Ook in de zaken *Employer-Teamsters Joint Counsel No. 84 Pension Trust Fund v. America West Holdings Corp.*⁴⁰ en *In re Clarent Corp. Securities Litigation*⁴¹ werd het gebruik van een trading model om de totale schade te schatten verworpen. Een van de meer uitvoerig gemotiveerde zaken waarin een two-trader-model (een variant van het multi-trader-model) werd afgewezen, is de zaak *In re Broadcom Corporation Securities Litigation*.⁴² De rechter oordeelt eerst dat de PSLRA bewijs van de totale, geaggregeerde schade vereist noch verbiedt. De wet laat de rechter de vrijheid om de meest betrouwbare methode te kiezen voor het bewijs van de schade(omvang). Centraal staat dus de vraag of het bewijs door middel van een trading model voldoende betrouwbaar is om het gebruik daarvan te rechtvaardigen, afgewogen tegen andere alternatieven. Dan volgt een zeer kritische evaluatie van het TT-model in het licht van de door de Supreme Court geformuleerde Daubert-standaard:

“The evidentiary hearing showed that the proposed trading model probably does not satisfy the Daubert test for submission to the jury. The technique has not been tested against “real world” conditions, and probably cannot be so tested unless a different set of test protocols is established. It has not been subjected to the sort of critical peer review and publication that one would expect as a prerequisite for jury acceptance. The potential error rate is highly questionable, and is based on a set of criteria that undermines the claimed error rate as being truly representative of the facts sought to be proved. Although held out by litigation professionals as useful in securities litigation, most notably as a settlement aid, the technique is not generally accepted in what is the relevant scientific community-professional economists. The Daubert criteria are not exclusive, and the Court has considered others suggested by Plaintiffs, but the Court is unable to find other indicators of reliability or acceptability that would satisfy Daubert’s requirement.”

De rechter is bovendien van oordeel dat het TT-model in de specifieke voorliggende zaak onvoldoende betrouwbaar en nauwkeurig is. Dit brengt de rechter tot het volgende eindoordeel:

“In short, the trading model provides a “rough and ready” calculation that is undoubtedly useful for trial preparation, settlement, and mediation, and may be helpful

39 Aangehaald in *In re Broadcom Corporation Securities Litigation*, 2005 WL 1403756 (C.D.Cal.).

40 *Ibidem*.

41 *Ibidem*.

42 *In re Broadcom Corporation Securities Litigation*, 2005 WL 1403756 (C.D.Cal.).

at trial if the needs of a particular case fit its capabilities. However, that has not been shown to be the situation in this unique case.

All that need be decided is that, because of its *Daubert* shortcomings, and because it is of questionable accuracy, the trading model technique is of significantly questionable reliability. The Court need not use a proof method of questionable reliability when an alternative, completely reliable method is available through the claims administration process.

Under the PSLRA the law requires a claims administration process. The Court finds the jury can determine per share damage per day, and the Court can easily use the claims administration process to supply the remaining information to calculate an accurate, reliable total damage figure and payout.”

De rechter erkent hier dus dat de indicatie van de schadeomvang die met behulp van een trading model verkregen wordt instructief kan zijn ten behoeve van de procesvoorbereiding, een schikking of mediation. Er wordt zelfs enige ruimte gelaten om onder omstandigheden een trading model te gebruiken tijdens een proces. Onder de specifieke omstandigheden van deze zaak is het echter niet nodig om een minder betrouwbare methode te gebruiken, aangezien een betrouwbaar alternatief voorhanden is in de vorm van het *claims administration process*. Dit alternatief brengt geen directe extra kosten met zich mee, omdat voor de verdeling (*distribution*) van de verkregen schadevergoeding altijd een administratie van het aantal claims moet worden bijgehouden. De rechter gaat nog uitdrukkelijk in op de door partijen aangevoerde nadelen van het gebruik van het claims administration process, maar is van oordeel dat de zekerheid die hiermee wordt verkregen zwaarder weegt.⁴³

g. De relevantie van trading models bij toepassing van de Wcam

Naar Nederlands recht is collectief schadeverhaal nog niet mogelijk (art. 3:305a lid 3 BW), zodat de rechter hier anders dan in de Verenigde Staten niet wordt geconfronteerd met de vraag of de totale schade in een bodemprocedure kan worden

43 “Plaintiffs argue the public is entitled to know the full amount of the harm; but, the lawsuit’s purpose is to compensate claims lawfully made, not to declare a degree of harm. Plaintiffs argue they have a possessory right in a common fund; but, this would only apply to the amount for which Defendants are lawfully liable after receipt of claims. Plaintiffs argue that, without an adjudged aggregate amount, there is nothing for the class “to look to or hang onto,” and fewer claims will be submitted; however, it is not the function of the lawsuit to provide that comfort to the class, and the “ballpark” of total recovery will probably be known. Plaintiffs argue an aggregate award would provide a source for fees and expenses during the claims process; but, the Court can order an unsuccessful defendant to deposit a reasonable sum for fees and expenses pending that process. The Worldcom case suggests it is best for the jury to make all the determinations it can; the reply, however, is that an unreliable determination by the jury is not helpful. Worldcom also points out an aggregate award might permit earlier appellate review; however, appellate review of an unreliable determination is not productive and, in any event, an interlocutory appeal can be sought under (...).”

bewezen door middel van een trading model. Wel speelt de vraag hoe de rechter in het kader van de Wcam moet oordelen over de redelijkheid van de in de schikkingsovereenkomst aangeboden totale vergoeding, afgezet tegen de door middel van een trading model geschatte totale schade.

In de hierna (§ 6.4.3.b) te bespreken Shell-zaak wordt de redelijkheid van de totale vergoeding door verzoekers onder meer onderbouwd door erop te wijzen dat het totaalbedrag van de schikking consistent is met ‘marktconforme’ schikkingen in de VS. Securities class actions tegen financieel gezonde ondernemingen worden volgens het verzoekschrift geschikt tegen een gemiddelde van ongeveer 9,4% van de zogenaamde *plaintiffs’-style damages* (gebaseerd op de ‘plaintiffs’ damages models’), na aftrek van advocatenkosten. Het gaat daarbij om de schade zoals bepaald door middel van het hierboven besproken PT-model (dat door eisers vaak wordt gekozen in verband met het feit dat de schade dan hoog uitvalt). De door Shell aangeboden vergoeding bedraagt 10,5% van de aldus begrote schade en is daarmee bijna 12% hoger dan het gemiddelde schikkingsbedrag (de mediaan van de vergoedingen is 9,4%). Verzoeksters menen daarom dat de schikkingsuitkering redelijk is. Het hof neemt deze argumentatie over. Volgens het hof is onweersproken en ondersteund door opinies van een tweetal Amerikaanse hoogleraren aangevoerd dat het bedrag ruim bemeten is ten opzichte van en in ieder geval vergelijkbaar is met vergoedingen die zijn overeengekomen in vergelijkbare zaken in de Verenigde Staten.

Hoe nu over deze werkwijze en argumentatie te oordelen? Uit de Amerikaanse literatuur blijkt dat de hoogte van de schade (zoals bepaald door het PT-model) de belangrijkste verklarende factor is voor de totale hoogte van het schikkingsbedrag.⁴⁴ Daarbij wordt erkend dat het PT-model de werkelijke totale schade overschat. Hiermee zal rekening worden gehouden bij de onderhandelingen over de mate waarin de aldus bepaalde schade wordt vergoed. Het vergoedingspercentage zal lager uitvallen dan als de schade wordt bepaald door middel van een meer realistisch model.⁴⁵ In zoverre lijkt het mij niet bezwaarlijk dat met het PT-model wordt gewerkt. Het is ook zinvol om het aangeboden vergoedingspercentage te vergelijken met de vergoedingspercentages van eerdere, rechterlijk goedgekeurde schikkingen. Hierbij valt overigens op dat in Amerikaanse studies verschillende uitkomsten worden gevonden voor de gemiddelde (of mediaan van de) vergoedingspercentages, uiteenlopend van 0,6% tot 9,4%.⁴⁶ In de Shell-zaak is het hoge percentage gebruikt, zodat niet hoeft te worden getwijfeld aan de redelijkheid van de vergoeding. Ik wijs er nog op dat de (gemiddelde) vergoedingspercentages in de Verenigde Staten de materieel- en procesrechtelijke bijzonderheden van dat rechtssysteem weerspiegelen. Dit noopt tot enige voorzichtigheid bij de vergelijking van de vergoeding in een

⁴⁴ Finnerty & Goswami 2006, p. 453, 462.

⁴⁵ Vgl. Cox & Thomas 2009, p. 196–197.

⁴⁶ Zie hierover de exert opinion van Farrell (productie 7) bij het verzoekschrift in de Shell-zaak.

schikking die onder Nederlands recht tot stand komt met Amerikaanse vergoedingspercentages.⁴⁷

Op bovenstaande wijze kan een trading model een nuttige functie vervullen bij de beoordeling van de redelijkheid van een schikking. Het hanteren van een trading model heeft wel tot gevolg dat er enige onzekerheid blijft bestaan over de uiteindelijke vergoeding per effect. Het precieze aantal claimende beleggers en de omvang van hun claims zijn immers niet bekend. Indien de rechter dit bezwaarlijk vindt, staat het hem vrij om verbindendverklaring op te schorten totdat partijen een nauwkeuriger beeld geven van het aantal vorderingsgerechtigde beleggers en de omvang van hun claim, bijvoorbeeld door middel van door beleggers ingevulde claimformulieren.

6.4.3 De verdeelsleutel

a. Inleiding

De wet voorziet in de mogelijkheid van afwikkeling van massaschade aan de hand van schadecategorieën (*damage scheduling*), waarbij aan de hand van een aantal factoren wordt bepaald binnen welke categorie een gelaedeerde valt, en hij een daarmee corresponderende schadevergoeding verkrijgt.⁴⁸ Een belegger hoeft dan nog slechts aan te tonen welke factoren op hem van toepassing zijn, waarmee de noodzaak vervalt om allerlei individuele vragen te beantwoorden. *Damage scheduling* zal in geval van beleggingsschade van pas kunnen komen. De omvang van de schade zal immers afhankelijk zijn van het moment waarop effecten zijn ge- of verkocht in de periode dat er sprake was van een onzuivere koers. Daarbij kan er nog sprake zijn van meerdere momenten waarop de waarheid bekend werd, hetgeen gevolgen heeft voor de schadeomvang van de beleggers die transacties verrichten voor en na de desbetreffende momenten (zie hieronder de Shell-zaak als voorbeeld). Voorts is denkbaar dat in de schikking een vergoeding wordt toegekend aan houders van verschillende soorten effecten (bijvoorbeeld houders van aandelen en opties).

b. De Shell-zaak

Feiten

Op 11 april 2007 maakte Shell bekend dat het een schikking heeft getroffen ten behoeve van Europese beleggers, in verband met dalingen in de koers van het aandeel die zijn opgetreden na het afboeken door Shell van bepaalde olie- en gasreserves in 2004. Partijen bij de schikkingsovereenkomst van 11 april 2007 zijn

⁴⁷ In De Jong 2007b gaf ik enkele materieel- en procesrechtelijke verschillen aan tussen het Nederlandse en Amerikaanse recht. Materieelrechtelijk hebben beleggers naar Nederlands recht waarschijnlijk een sterkere positie, procesrechtelijk een minder sterke positie. Gelet op die tegengestelde effecten lijkt een vergelijking met de Amerikaanse percentages mij in beginsel acceptabel.

⁴⁸ *Kamerstukken II* 2003/04, 29 414, nr. 3, p. 11–12. *Damage scheduling* is mogelijk door middel van de gegevens zoals vereist in de onderdelen a, c en d van art. 7:907 lid 2 BW.

enerzijds (i) Shell Petroleum NV, en (ii) The “Shell” Transport and Trading Company Limited, en anderzijds (iii) de Stichting Shell Reserves Compensation Foundation (de Stichting)⁴⁹, (iv) de Vereniging van Effectenbezitters (VEB), (v) Stichting Pensioenfonds ABP (ABP) en (vi) Stichting Pensioenfonds voor de Gezondheid, Geestelijke Maatschappelijke Belangen (PGGM). Deze partijen hebben bij het hof Amsterdam een verzoekschrift ingediend om de schikkingsovereenkomst verbindend te laten verklaren op grond van art. 7:907 e.v. BW.⁵⁰ Met de schikkingsovereenkomst en het verzoek tot verbindendverklaring daarvan streeft Shell naar een snelle en efficiënte afwikkeling van het probleem van de afgeboekte olie- en gasreserves. Op 29 mei 2009 heeft het hof Amsterdam de schikkingsovereenkomst verbindend verklaard.⁵¹

De schikkingsovereenkomst biedt een vergoeding aan aandeelhouders die buiten de Verenigde Staten verbleven of woonachtig waren, en die gedurende de periode van 8 april 1999 tot en met 18 maart 2004 op de effectenbeurzen van Amsterdam (Euronext), Londen, Oostenrijk, België, Frankrijk, Duitsland, Luxemburg en Zwitserland aandelen hebben gekocht in het kapitaal van NV Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij (hierna: Royal Dutch) of van The “Shell” Transport and Trading Company, plc (hierna: STT).

De schikkingsuitkering bedraagt \$ 340,1 mln. Daarnaast zal Shell een aanvullend bedrag van \$ 12,5 mln beschikbaar stellen, dat gelijkelijk zal worden verdeeld over alle aandeelhouders die daadwerkelijk en tijdig aanspraak hebben gemaakt op de schikkingsuitkering. Hierdoor ontvangt iedere aandeelhouder een bepaald minimumbedrag aan compensatie. Voorts zal Shell, na definitieve goedkeuring van een schikking in de Verenigde Staten, een aanvullend bedrag van \$ 28,342 mln beschikbaar stellen. Dit houdt verband met het feit dat op grond van de Settlement Agreement een aanvullend bedrag aan Europese beleggers wordt aangeboden indien Shell regelingen treft met de Amerikaanse aandeelhouders die gunstiger zijn dan die in de Settlement Agreement. In aanvulling op deze vergoedingen, kunnen beleggers een gedeelte (ongeveer \$ 96 mln) ontvangen van de boete van \$ 120 mln die Shell heeft betaald aan de SEC.

De uitkeringen zullen worden gedistribueerd op basis van door de gerechtigde aandeelhouders ingediende claimformulieren. Op grond van het plan van verdeling wordt voor iedere aandeelhouder vastgesteld wat zijn proportionele aanspraak (de Recognized Claim ofwel Erkende Claim) is bij verdeling van het bedrag van \$ 340,1 mln, aangevuld met het bedrag van \$ 28,342 mln.

49 Deze stichting is speciaal opgericht om de schikking af te wikkelen en de belangen te behartigen van beleggers die onder deze schikking vallen.

50 Het verzoekschrift met producties is beschikbaar op www.shellcompensation.com.

51 Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten; Ondernemingsrecht 2009, p. 465–472 met commentaar B.J. de Jong (Shell).

De verdeelsleutel

Bij de vaststelling van de Recognized Claim wordt een onderscheid aangebracht tussen drie categorieën van aangekochte aandelen. De eerste categorie betreft aandelen die zijn gekocht tijdens de relevante periode, maar die vervolgens zijn verkocht vóór 9 januari 2004, of die zijn gekocht voor een prijs van minder dan de “90 Day Lookback Price” (de gemiddelde koers gedurende 90 dagen na 18 maart 2004).⁵² De Erkende Claim is in dat geval € 0,04 voor ieder aandeel van Royal Dutch en € 0,0057 voor ieder aandeel STT.

Een tweede categorie betreft aandelen die zijn gekocht in de relevante periode, maar tussen 9 januari 2004 en 18 maart 2004 zijn verkocht. De vergoeding op deze aandelen is de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop, verminderd met de kunstmatige inflatie op het moment van verkoop. De kunstmatige inflatie is het verschil tussen de beurskoers en de werkelijke waarde van het aandeel, zoals bepaald volgens een tabel bij het plan van verdeling (afhankelijk van het moment van aankoop maximaal €5,62 voor Royal Dutch en 44,5 Pence sterling voor STT). Na de eerste (partiële) correctieve mededeling van 9 januari 2004 verdween het grootste deel van de kunstmatige inflatie uit de koers. Tussen 9 januari 2004 en 18 maart 2004 was de geschatte kunstmatige inflatie nog slechts € 0,66 per aandeel Royal Dutch en 6,6 Pence sterling voor STT.

De derde categorie aandelen waarop Shell een vergoeding zal betalen, betreft aandelen die zijn gekocht tijdens de relevante periode, maar die zijn gehouden tot 18 maart 2004, de datum waarop de kunstmatige inflatie volledig uit de koers verdween. De vergoeding voor deze categorie is de kunstmatige inflatie op de datum van aankoop.

Wat betreft de wijze waarop aan- en verkopen aan elkaar moeten worden gerelateerd, geldt de ‘*first-in, first-out* (hierna: FIFO)’-methode. Hierbij wordt elke verkoop tijdens de relevante periode eerst in mindering gebracht op de aandelen Royal Dutch/STT die bij het begin van de Relevante Periode werden gehouden. De resterende verkopen van Royal Dutch/STT gedurende de Relevante Periode worden in chronologische volgorde in mindering gebracht op de aankopen Royal Dutch/STT gedurende de Relevante Periode.⁵³

52 Deze “90 Day Lookback Price” ziet op s. 21D(e) Securities Exchange Act 1934, op grond waarvan de schadevergoeding per aandeel niet hoger mag zijn dan het verschil tussen enerzijds de aankoop-prijs en anderzijds de gemiddelde koers van het aandeel gedurende een periode van 90 dagen na bekendwording van de misleiding. Deze bepaling strekt ertoe een overreactie van de markt (de “*crash component*” van een koersdaling) uit te sluiten bij de begroting van de schade. Zie § 3.3.3.d en § 4.5.3.m.

53 Zie voor getallenvoorbeelden r.o. 3.19 van de beschikking. Ik betwijfel overigens of het hof het getallenvoorbeeld in 3.19.d juist heeft uitgewerkt. De conclusie dat de aandeelhouder geen verlies heeft geleden kan zonder gegevens over de transactiedata en de omvang van de kunstmatige inflatie in de koers op die data volgens mij niet worden getrokken. De schikkingsovereenkomst kent ook een vergoeding toe ten aanzien van aandelen die vóór 9 januari 2004 zijn verkocht, zolang op grond van de FIFO-methode kan worden aangenomen dat de verkochte aandelen afkomstig zijn uit een voorraad aandelen die in de relevante periode is gekocht.

Beoordeling

Het hof Amsterdam oordeelt dat er geen grond is om aan te nemen dat de hoogte van de vergoeding van \$ 352,6 mln, aangevuld met een deel van \$ 120 mln (omstreeks \$ 96 mln), die de Settlement Agreement toekent, *uitgaande van de in de Settlement Agreement aangelegde maatstaven voor verdeling*, niet redelijk is.

Het hof acht hierbij op de eerste plaats van belang dat de Settlement Agreement brede steun heeft gekregen, uit kringen van personen die kunnen worden geacht schade te hebben geleden, en dat het hierbij gaat om ter zake kundig en goed ingelicht te beschouwen belanghebbenden (institutionele beleggers en organisaties die voor de belangen van beleggers opkomen). Op de tweede plaats hebben verzoeksters volgens het hof, uitgaande van de onvoorwaardelijke vergoeding van \$ 352,6 mln, onweersproken en ondersteund door opinies van een tweetal Amerikaanse hoogleraren aangevoerd dat dit bedrag ruim bemeten is ten opzichte van en in ieder geval vergelijkbaar is met vergoedingen die zijn overeengekomen in vergelijkbare zaken in de Verenigde Staten. Ik merk op dat dit argument niet zozeer ziet op de verdeelsleutel, maar op de hoogte van de totale vergoeding in verhouding tot de geschatte geaggregeerde schade (zie § 6.4.2.g). Op de derde plaats kan naar het oordeel van het hof niet worden gezegd dat het stelsel van vergoedingen waarin de Settlement Agreement voorziet, niet redelijk is, indien acht wordt geslagen op (i) de onzekerheid van de uitkomst van eventuele rechtsgedingen tegen Shell van personen ten behoeve van wie de Settlement Agreement is gesloten, (ii) de kosten die voor deze personen met het voeren van dergelijke gedingen zouden zijn gemoeid, en (iii) de belangen van bedoelde personen bij het beëindigen van die onzekerheid en het voorkomen van die kosten. Bij dit oordeel is volgens het hof mede van belang dat verzoeksters onweersproken hebben gesteld, terwijl het hof niet anders gewaar is geworden, dat buiten de Verenigde Staten geen rechtsgedingen tegen Shell aanhangig zijn gemaakt. Andere feiten of omstandigheden op grond waarvan zou moeten worden geoordeeld dat de hoogte van de vergoedingen waarin de Settlement Agreement voorziet, niet redelijk is, zijn het hof niet gebleken.⁵⁴

Hoe moet worden geoordeeld over deze wijze van damage scheduling, in het licht van de materieelrechtelijke analyse van hoofdstuk 4? Men ziet hier een zekere standaardisatie toegepast worden bij wijze van verdeling van de schikkingsuitkering. In de Shell-zaak is de kunstmatige inflatie door een Amerikaanse deskundige berekend voor de relevante periode. Vervolgens zijn in het plan van verdeling op basis van de aldus bepaalde – en over de tijd variërende – kunstmatige

⁵⁴ Het hof oordeelt dat de omvang en de mogelijke oorzaken van de geleden schade een zodanig oordeel niet kunnen dragen. Dat personen die in aanmerking willen komen voor een vergoeding op grond van de Settlement Agreement, een claimformulier moeten invullen en indienen acht het hof onvermijdelijk. Daarin is geen beletsel gelegen voor de eenvoud en de snelheid waarmee vergoedingen kunnen worden verkregen (zoals bedoeld in art. 7:907 lid 3 onder b BW). Dat de Settlement Agreement uitsluitend vergoedingen toekent in Amerikaanse dollars, leidt evenmin tot het oordeel dat de hoogte van de toegekende vergoedingen niet redelijk is.

inflatie enkele grovere categorieën onderscheiden.⁵⁵ Ten slotte worden aan beleggers vergoedingen toegekend, uitsluitend op basis van de vraag wanneer zij effecten hebben aangekocht of verkocht. Een onderzoek naar de vraag hoe de belegger zou hebben gehandeld als de juiste informatie over de oliereserves eerder bekend was gemaakt – zou hij wel of niet hebben aangekocht? – en of er sprake is van eigen schuld wordt achterwege gelaten. Die aanpak lijkt mij pragmatisch en niet onredelijk. Het zou zeer kostbaar zijn om voor iedere belegger te moeten achterhalen wat zijn werkelijke schade (vermoedelijk) zou zijn geweest op basis van een onderzoek naar de vraag hoe de belegger zou hebben gehandeld, terwijl de winst in nauwkeurigheid van schadebegroting ten opzichte van de meer gestandaardiseerde aanpak relatief gering is. Naar mijn oordeel was het denkbaar om een meer verfijnde verdeelsleutel te hanteren, omdat de deskundige per handelsdag de kunstmatige inflatie heeft bepaald. Dit maakt de gekozen grovere verdeelsleutel overigens naar mijn oordeel niet onredelijk.

Aandelen die zijn gekocht tijdens de periode van de beweerdelijke misleiding, maar die vervolgens zijn *verkocht* vóór 9 januari 2004 – het eerste moment waarop de waarheid bekend werd – geven volgens de schikkingsovereenkomst recht op een vergoeding. Naar mijn oordeel zou een vergoeding voor deze categorie aandelen achterwege hebben kunnen blijven, omdat schade geleden voorafgaand aan het moment van bekendwording van de waarheid niet voor vergoeding in aanmerking komt (§ 4.5.3 en § 4.6.2). De gekozen verdeelsleutel is naar mijn oordeel hiermee nog niet onredelijk.⁵⁶

Interessant aan de in de schikkingsovereenkomst gekozen verdeelsleutel is verder dat de Amerikaanse deskundige voor de aandelen Shell die werden verhandeld aan de beurs in New York een andere wijze kiest van berekening van de kunstmatige inflatie dan voor de aandelen Shell die werden verhandeld in Amsterdam. Voor de Amerikaanse aandelen neemt hij het minimum van (i) de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop en (ii) de totale residuele koersreactie na bekendwording van de waarheid.⁵⁷ Deze werkwijze beoogt rekening te houden met de uitspraak *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*⁵⁸, die door sommigen aldus wordt uitgelegd dat de residuele koersreactie na bekendwording van de waarheid een bovengrens vormt voor de rechtens vergoedbare schade per aandeel (§ 4.5.3.i en § 5.2.3.f). Bij het bepalen van de kunstmatige inflatie in de koers van de Amsterdamse aandelen wordt geen begrenzing aangebracht op basis van de residuele koersreactie na bekendwording van de waarheid.⁵⁹ Ik heb verdedigd dat ook naar Nederlands recht de rechtens vergoedbare schade per aandeel wordt begrensd door die residuele

⁵⁵ Gewerkt wordt met de gemiddelde kunstmatige inflatie per kwartaal.

⁵⁶ Ter onderbouwing hiervan kan onder meer worden aangevoerd dat in het Nederlandse recht geen richtinggevend rechtspraak van de Hoge Raad over deze kwestie bestaat.

⁵⁷ Zie Jarrell 2006, nr. 36 en Exhibit 22 met bijbehorende notes.

⁵⁸ 544 U.S. 336 (2005).

⁵⁹ Zie Jarrell 2006, Exhibit 24.

koersreactie (§ 4.5.3.d-e). In zoverre is de werkwijze voor de Amerikaanse Shell-aandelen naar mijn oordeel juist als uitgangspunt voor de verdeling. Ik zou echter niet willen betogen dat de in de schikkingsovereenkomst gekozen verdeelsleutel om deze reden onredelijk is.⁶⁰

c. De Vedior-zaak

Feiten

De Vedior-zaak vormt een illustratie van schadeafwikkeling in geval van een mogelijk (tijdelijke) kunstmatige *deflatie* in de koers.

De feitelijke achtergrond in de Vedior-zaak is als volgt. Op 30 november 2007 heeft zich een plotselinge ontwikkeling voorgedaan in de koers. Om 9.00 uur bedroeg de koers € 12,36. Om ongeveer 10.45 uur maakten de nieuwsmedia melding van geruchten over een mogelijke overnametransactie waarbij Vedior betrokken zou zijn. De koers bedroeg op dat moment € 13,63. Om 11.34 uur is op aanwijzing van de AFM de handel geschorst; de koers stond toen op € 15,25. Na het persbericht van 12.16 uur waarin Vedior oriënterende besprekingen met Randstad heeft aangekondigd, is om 13.20 uur de handel hervat. De openingskoers bedroeg € 15,80. Tussen 9.00 uur en 11.34 uur zijn op de effectenbeurs ruim 3000 koopovereenkomsten tot stand gekomen die betrekking hadden op aandelen Vedior. Hierbij zijn in totaal ongeveer 3.010.000 aandelen Vedior verkocht. De VEB heeft Vedior aansprakelijk gesteld bij brief van 11 december 2007. Kort gezegd heeft de VEB aangevoerd dat Vedior heeft gehandeld in strijd met de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken, en daarmee onrechtmatig heeft gehandeld jegens aandeelhouders van Vedior die hun aandelen verkochten in het tijdvak tussen 9.00 en 11.34 uur. Deze aandeelhouders hebben volgens de VEB verkocht tegen een kunstmatig lage prijs. Als Vedior immers de overnamebesprekingen eerder had openbaar gemaakt, zou de verkoopprijs hoger zijn geweest. Naar aanleiding van deze brief van de VEB is overleg gevoerd tussen de VEB en Vedior, hetgeen heeft geresulteerd in een collectieve vaststellingsovereenkomst van 26 september 2008.

Op 6 oktober 2008 is een verzoekschrift ingediend bij het Hof Amsterdam tot verbindendverklaring van de collectieve vaststellingsovereenkomst.⁶¹ Verzoeksters en partijen bij de overeenkomst zijn Randstad (de rechtsopvolger van Vedior), de VEB, en de Stichting Uitvoering Vedior Schikking (SUVS)⁶². SUVS is belast met de uitvoering van de schikking. Zij zal de vergoeding per gerechtigde vaststellen en

60 Ter onderbouwing hiervan kan onder meer worden aangevoerd dat in het Nederlandse recht geen richtinggevende rechtspraak van de Hoge Raad over deze kwestie bestaat.

61 Zie www.vediorschikking.nl en www.vediorsettlement.com voor de relevante documenten.

62 Het bestuur van de stichting bestaat uit een één vertegenwoordiger van Randstad, één vertegenwoordiger van de VEB, en één onafhankelijke derde.

zorgdragen voor uitbetaling van de vergoedingen na verbindendverklaring van de schikking.

De collectieve vaststellingsovereenkomst is door het hof Amsterdam verbindend verklaard op 15 juli 2009.⁶³

De verdeelsleutel

De schikkingsovereenkomst voorziet in een vergoeding van de schade die zou zijn geleden door aandeelhouders die vóór het schorsen van de handel om 11.34 uur hebben verkocht. Verzoeksters hebben het bedrag van de gemiste winst per aandeel bij de verkoop op enig na 09.00 uur en voor 11.34 uur gelegen moment vastgesteld op het verschil tussen de prijs waartegen dat aandeel daadwerkelijk is verkocht en de openingskoers na hervatting van de handel om 13.20 uur (€ 15,80). Randstad zal 80% van de aldus bepaalde gedeelde winst per verkocht aandeel vergoeden.

De vergoeding per *aandeelhouder* kan worden bepaald door vermenigvuldiging van de aldus bepaalde vergoeding per aandeel met het aantal verkochte aandelen (voor zover op verschillende tijdstippen is verkocht moeten de vergoedingen per tijdstip worden bepaald en vervolgens worden opgeteld).⁶⁴

Het maximaal door Randstad uit te keren bedrag is € 4,25 miljoen.

Beoordeling

Het hof Amsterdam oordeelt dat niet kan worden gezegd dat de hoogte van de in de overeenkomst toegekende vergoedingen niet redelijk is, noch gelet op de omvang van de schade, noch gelet op de verdeelsleutel, noch gelet op de wijze waarop de vergoedingen kunnen worden verkregen.⁶⁵

Hier is vooral van belang wat het hof overweegt ten aanzien van de verdeelsleutel. In de eerste plaats ligt het volgens het hof in de rede dat informatie over de overnamebesprekingen tot uitdrukking is gekomen in de (her)openingskoers bij hervatting van de handel om 13.20 uur. Vervolgens overweegt het hof dat het eveneens in de rede ligt dat de koers van € 15,80 is gebruikt als ijkpunt voor de berekening van de schade (r.o. 4.12):

“Aannemelijk is immers dat de prijzen waartegen (voormalige) aandeelhouders van Vedior in het genoemde tijdvak aandelen Vedior hebben verkocht, die informatie nog

63 Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls; Ondernemingsrecht 2009, p. 700–704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior).

64 In formulevorm: $V = N_1 \times 0,8 \times (15,80 - P_1) + N_2 \times 0,8 \times (15,80 - P_2) + \dots + N_n \times 0,8 \times (15,80 - P_n)$, waarbij N_1 staat voor het aantal aandelen dat is verkocht op tijdstip 1, N_2 voor het aantal aandelen dat is verkocht op tijdstip 2, N_n voor het aantal aandelen dat is verkocht op tijdstip n , P_1 voor de prijs waartegen het aandeel is verkocht op tijdstip 1, P_2 voor de prijs waartegen het aandeel is verkocht op tijdstip 2, en P_n voor de prijs waartegen het aandeel is verkocht op tijdstip n .

65 Daaraan doet volgens het hof ook niet af dat in de overeenkomst een vervallende is opgenomen op grond waarvan de gerechtigde aanspraak moet maken op vergoeding binnen één jaar nadat hij met de opeisbaarheid van zijn vordering bekend is geworden.

niet weerspiegelden, terwijl voorts aannemelijk is dat de openbaarmaking van de bedoelde besprekingen de koers van het aandeel Vedior heeft opgestuwd tot € 15,80. Degenen die tussen 9.00 en 11.34 uur aandelen Vedior hebben verkocht, kunnen daarom worden geacht schade te hebben geleden naarmate de prijs waartegen zij hun aandelen hebben verkocht, lager was dan de (her)openingskoers van € 15,80.”

Ten aanzien van de gehanteerde verdeelsleutel wordt overwogen (r.o. 4.15):

“Bovendien komt in de overeengekomen verdeelsleutel de mate tot uiting waarin de afzonderlijke (voormalige) aandeelhouders van Vedior die in het betrokken tijdvak aandelen hebben verkocht, schade hebben geleden, zodat de vergoedingen waarop zij op grond van de overeenkomst recht hebben evenredig aan die schade zijn.”

Op bovenstaande overwegingen valt nog wel iets af te dingen. Door de heropeningskoers van € 15,80 als ijkpunt te gebruiken, wordt aangenomen dat deze koers een goede afspiegeling is van de hypothetische (verkoop)prijs gedurende de hele ochtend van 30 november 2007. Denkbaar is echter dat de hypothetische ‘zuivere’ koers die ochtend slechts geleidelijk naar het niveau van € 15,80 zou zijn opgeklommen, naarmate de overnameonderhandelingen verder vorderden en nieuws hierover naar buiten zou komen. De vraag is of de informatie die van 9.00–11.34 uur openbaar zou (kunnen) zijn gemaakt dezelfde informatie is als de informatie die om 12.16 uur naar buiten kwam.⁶⁶ De (feitelijke) schade per verkocht aandeel zou, indien dit niet het geval is, kleiner kunnen zijn dan waar in casu vanuit is gegaan, namelijk als de belegger de effecten ook zonder de misleiding op hetzelfde moment zou hebben verkocht. Zou de belegger de effecten zonder de misleiding niet op dat moment hebben verkocht, dan is de (feitelijke) schade per effect wel gelijk aan het verschil tussen de verkoopprijs en de heropeningskoers van € 15,80 (§ 4.4.2.b-c). Wat hier verder van zij, de in deze zaak gehanteerde methode is niet ten nadele van beleggers.

Uit het bovenstaande blijkt dat ook in de Vedior-zaak een zekere standaardisatie wordt toegepast bij de wijze van verdeling van de schikkingsuitkering. Een onderzoek naar de vraag hoe de belegger bij eerdere openbaarmaking van de overnamebesprekingen zou hebben gehandeld – zou de verkooptransactie wel of niet zijn verricht? – wordt achterwege gelaten. De geschetste aanpak lijkt mij pragmatisch en niet onredelijk. Het zou kostbaar zijn om voor iedere belegger te moeten achterhalen wat zijn *werkelijke* schade (vermoedelijk) is geweest, terwijl de winst in nauwkeurigheid van schadebegroting ten opzichte van de meer gestandaardiseerde aanpak relatief gering is. Bedacht dient te worden dat het tijdvak waarin mogelijk sprake was van een onzuivere beurskoers zeer kort is. Er treden dan nauwelijks

⁶⁶ Dit aspect speelt bijvoorbeeld in de Numico-zaak, waarover De Jong 2009, p. 261–262.

verschillen op in de wijze van schadebegroting tussen een belegger die niet zou hebben verkocht en een belegger die ook bij tijdige openbaarmaking van de informatie zou hebben verkocht (maar tegen de dan geldende prijs).

d. De Numico-zaak

Feiten

Danone Baby and Medical Nutrition BV (voorheen Numico) heeft op grond van een overeenkomst met de VEB van 10 februari 2009 een aanbod (in de zin van art. 6:217 BW) gedaan aan de beleggers die 's ochtends voor het stilleggen van de handel hun aandelen Numico hebben verkocht. Na aanvaarding komt een vaststellingsovereenkomst in de zin van art. 7:900 BW tot stand. Numico heeft beleggers tot 15 september 2009 de tijd gegeven om het aanbod te aanvaarden.⁶⁷ Uitbetaling van vergoedingen geschiedt door Numico in de periode van 15 april tot 31 december 2009. Toezicht op de uitvoering van de schikkingsovereenkomst zal worden uitgeoefend door de Stichting Toezicht Numico Schikking.⁶⁸ Geschillen over de vaststellingsovereenkomst of de overeenkomst met de VEB zijn aan arbitrage onderworpen. Anders dan bij de Vedior-schikking is (nog) geen verzoek tot verbindendverklaring ingediend.

De feitelijke achtergrond bij de Numico-zaak is kort gezegd als volgt.⁶⁹ Op de ochtend van 9 juli 2007 deden zich grote koersfluctuaties voor naar aanleiding van geruchten over een mogelijke overname. Om 9.00 uur stond de koers op € 41,10. Om 12.14 uur werd de handel geschorst; de koers stond op dat moment op € 44,50. Om 17.30 uur werd door middel van een persbericht bekendgemaakt dat Numico en Danone overeenstemming hadden bereikt over een overname door Danone. De handel in het aandeel werd op 10 juli 2007 hervat; de openingskoers was € 55,00. Bij brief van 23 juni 2008 heeft de VEB Numico aansprakelijk gesteld, waarna onderhandelingen zijn gestart over een schikking.

De verdeelsleutel

De vergoeding die door Numico wordt aangeboden is afhankelijk van het tijdstip waarop de verkooptransactie werd verricht. De vergoeding per verkocht aandeel is (i) € 1 in de periode van 9.00–9.30 uur, (ii) € 1,50 in de periode van 9.30–10.30 uur en (iii) € 3 in de periode van 10.30–12.14 uur.⁷⁰

67 Zij doen door aanvaarding afstand van alle claims tegen Numico(-vennootschappen), Danone (-vennootschappen), hun (voormalige) functionarissen en adviseurs.

68 Het bestuur van de stichting zal bestaan uit één lid dat is benoemd door de VEB en één lid dat is benoemd door Numico.

69 Zie voor een meer uitvoerige beschrijving Vزر. Rb. Rotterdam 3 september 2008, JOR 2008/274 m. nt. G.T.J. Hoff (Danone Baby and Medical Nutrition BV/AFM), r.o. 2.2.

70 De vergoeding per *aandeelhouder* is dan gelijk aan het aantal verkochte aandelen vermenigvuldigd met de vergoeding per aandeel. In formulevorm: $V = N_1 \times 1 + N_2 \times 1,50 + N_3 \times 3$, waarbij N_i staat voor het aantal verkochte aandelen in periode 1 (9.00–9.30 uur), N_2 voor het aantal verkochte

De VEB legt op haar website uit hoe de vergoedingen tot stand zijn gekomen. Het belangrijkste moment waarop mogelijk sprake zou kunnen zijn van het niet onverwijld informeren van alle marktpartijen door Numico is op 9 juli 2007 om 10.30 uur. De interne ontwikkelingen bij Numico, de koersontwikkeling, handelsomzetten en hardnekkig aanhoudende geruchten zouden vanaf dat tijdstip volgens de VEB aanleiding kunnen geven voor een persbericht. Numico is van oordeel dat een persbericht zeker vóór 10.30 uur niet vereist was (en daarna evenmin), gelet op de gesprekken (die betrekkelijk kort voor 10.30 uur gestart waren), de koersontwikkeling en de geruchten in de markt. Met het oog op het voorgaande zijn de VEB en Numico overeengekomen dat de aandeelhouders die in de periode vanaf 10.30 uur tot aan het opschorten van de handel aandelen Numico hebben verkocht, een compensatie van ruim 80% van een normaal koersverloop⁷¹ ontvangen ten opzichte van de gemiddelde koers in die tijdsperiode. Een normaal koersverloop wordt door de VEB gedefinieerd als de koers van beursgenoteerde ondernemingen uit een *peer group* in een vergelijkbare markt waarin geen sprake is van een gebrek aan informatie over een beursgenoteerde onderneming uit de *peer group*. In de periode vóór 10.30 uur is volgens de VEB ook reeds sprake van het niet volledig informeren van alle marktpartijen. Numico is daarom akkoord gegaan met het compenseren van aandeelhouders die een verkooptransactie hebben uitgevoerd voor 10.30 uur, hoewel deze vergoeding lager is dan voor degenen die later verkochten.

e. Vergelijkingen Vedior- en Numico-schikking

Tussen de Vedior- en Numico-schikking bestaan enkele verschillen in de verdelingssystematiek, hoewel de zaken op het eerste gezicht vergelijkbaar lijken. Bij de Numico-schikking loopt de aangeboden vergoeding per verkocht aandeel in euro's stapsgewijs *op* in de tijd. Bij de Vedior-schikking is er juist sprake van een geleidelijk *afnemende* vergoeding per verkocht aandeel naarmate de tijd verstrijkt, omdat het verschil tussen de openingskoers na hervatting van de handel en de prijs waartegen dat aandeel daadwerkelijk is verkocht immers afneemt bij het oplopen van de koers.

Wat verder opvalt is dat bij de Numico-schikking grovere categorieën worden gehanteerd bij het toekennen van een vergoeding dan bij de Vedior-schikking. Zo krijgt een aandeelhouder Numico die om 10.31 uur verkocht evenveel (per aandeel) als een aandeelhouder die verkocht om 12.13 uur, terwijl de koers inmiddels verder was opgelopen. Zou men de werkwijze van de Vedior-schikking volgen, dan zou de aandeelhouder die om 10.31 uur verkocht meer hebben gekregen dan een aandeelhouder die om 12.13 uur verkocht. Het door de VEB genoemde vergoedingspercentage

aandelen in periode 2 (9.30–10.30 uur) en N_3 voor het aantal verkochte aandelen in periode 3 (10.30–12.14 uur). De overeenkomst voorziet niet in een correctie voor eventuele nieuwe aankopen door de verkopende aandeelhouder in de genoemde drie perioden, die tegen een mogelijk kunstmatig lage koers zijn verricht.

⁷¹ Zie www.veb.net.

is ten slotte op een andere manier bepaald dan bij de Vedior-schikking, door de vergoeding per aandeel in euro's af te zetten tegen het verschil tussen het 'normale' en het 'gemiddelde' koersverloop.

De verschillen in werkwijze lijken grotendeels te kunnen worden verklaard door een verschil in de feitelijke achtergronden. Tevens dient echter te worden bedacht dat de methode om de schade – en in het verlengde daarvan het vergoedingspercentage – te schatten berust op een (subjectieve) keuze. De definitie van het 'normale' koersverloop biedt immers mogelijkheden om de geschatte schade, en dientengevolge het vergoedingspercentage te beïnvloeden.

6.5 Causaliteit en schade bij collectief schadeverhaal

6.5.1 Inleiding

Naar Nederlands recht is collectief schadeverhaal niet mogelijk (art. 3:305a lid 3 BW). Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat een verbod op collectief schadeverhaal is ingegeven door de vrees voor een veelheid aan juridisch-technische complicaties.⁷² Daarbij wordt dan gedacht aan de vaststelling van de totale schade van de groep van personen voor wie de belangenorganisatie optreedt en de verdeling van de schadevergoeding over deze groep. De schadeomvang per individu zal verschillend zijn en bovendien kunnen vragen omtrent eigen schuld de vergoedingsplicht beïnvloeden.

In deze paragraaf stel ik mij tot doel te analyseren in hoeverre bij misleiding op de effectenmarkt causaliteits- en schade(begrotings)kwesties in een actie tot collectief schadeverhaal kunnen worden behandeld. Ik veronderstel dat art. 3:305a lid 3 BW niet geldt. Deze veronderstelling is nodig om te laten zien hoe een collectieve afwikkeling van schade plaats zou kunnen vinden. Op basis daarvan kan de (on)aantrekkelijkheid van opheffing van het verbod op collectief schadeverhaal mede worden beoordeeld.

Krachtens art. 3:305a lid 1 BW kan een belangenorganisatie een rechtsvordering instellen die strekt tot bescherming van *gelijksoortige* belangen van andere personen, voor zover zij deze belangen ingevolge haar statuten behartigt. De bij de vordering betrokken belangen moeten zodanig gelijksoortig zijn dat zij zich lenen voor bundeling. Ik roep in herinnering dat de Hoge Raad in de World Online-zaak overwoog dat de belangen van beleggers die in de periode van de misleiding aandelen hebben gekocht voldoende gelijksoortig zijn om een belangenorganisatie in een collectieve actie te kunnen ontvangen. Onderlinge verschillen ter zake van de schadeomvang en mogelijke eigen schuld aan het ontstaan van de schade waren

⁷² *Kamerstukken II* 1991/92, 22 486, nr. 3, p. 30; *Kamerstukken II* 1992/93, 22 486, nr. 5, p. 17; zie voor het huidige regeringsstandpunt *Kamerstukken II* 2008/09, 31 762, nr. 1, p. 2–3.

omstandigheden waarmee bij de bepaling van een eventueel toe te kennen schadevergoeding in een door ieder van de beleggers aan te spannen *vervolgprocedure* rekening kan worden gehouden. Aangezien in een collectieve actie waarbij schadevergoeding wordt gevorderd geen vervolgpcedures worden beoogd, doen zich door de onderlinge verschillen wel potentiële problemen voor ter zake van de collectieve afwikkeling.

Hierna zal het Amerikaanse recht als uitgangspunt dienen voor de vraag hoe met individuele verschillen tussen beleggers kan worden omgegaan. In § 3.5 is reeds stilgestaan bij de algemene regeling van de *class action*. Er golden vier eisen voor iedere class action: *numerosity*,⁷³ *commonality*,⁷⁴ *typicality*⁷⁵ en *adequacy of representation*.⁷⁶ In geval van een damages class action kwamen daar nog twee eisen bij: het *predominance*-vereiste⁷⁷ en de *superiority*-test.⁷⁸ De wijze waarop de Amerikaanse rechter causaliteits- en schadebegrotingskwesties behandelt, wordt uiteraard gekleurd door deze eisen. In securities class actions wordt het vereiste van commonality “largely irrelevant” geacht; het gaat vooral om de vraag of de gemeenschappelijke feitelijke of rechtsvragen overheersen (predominate) in de zin van regel 23 Federal Rules of Civil Procedure.⁷⁹ Bovendien geldt dat de vereisten van typicality en adequacy of representation gedeeltelijk overlappen en veelal gezamenlijk worden behandeld.⁸⁰ Voorts was van belang dat naar Amerikaans recht in een vroeg stadium van het proces de omschrijving van de class moet worden goedgekeurd door de rechter (de *certification*-beslissing). Het processuele debat over de (on)gelijksoortigheid van belangen vindt in de Verenigde Staten veelal plaats in het kader van deze certification-beslissing. De rechter zal namelijk moeten toetsen of aan de genoemde vereisten is voldaan bij de beoordeling van een motion tot certification.⁸¹

Bij de beoordeling van de vraag of een voorgestelde class gecertificeerd kan worden, dient de Amerikaanse rechter oog te hebben voor verschillende potentiële belangenconflicten. In de *Manual for Complex Litigation* wordt aanbevolen dat rechters in een vroeg stadium aandacht besteden aan - onder meer - de vraag of: (i) de leden van de voorgestelde class verschillende typen effecten houden, (ii) bepaalde leden van de voorgestelde class effecten kochten of verkochten voorafgaand aan de

73 De groep benadeelden is zo groot dat bundeling (*joinder*) niet praktisch is.

74 Er moeten gemeenschappelijke feitelijke vragen of rechtsvragen kunnen worden beantwoord.

75 De vordering of het verweer van de representatieve partijen moeten typerend zijn voor die van de overige gedupeerden.

76 Een partij mag alleen procederen ten behoeve van andere gedupeerden indien hij hun belangen eerlijk en adequaat zal beschermen.

77 De feitelijke vragen of rechtsvragen die gemeenschappelijk (common) zijn voor de groepsleden, dienen de individuele vragen te overheersen.

78 De class action moet superieur zijn aan andere methoden om het geschil eerlijk en efficiënt te beslechten.

79 In re Credit suisse-AOL Securities Litigation, 253 F.R.D. 17 (D.C. Mass. 2008).

80 In re Credit suisse-AOL Securities Litigation, 253 F.R.D. 17 (D.C. Mass. 2008).

81 7 Newberg on Class Actions § 22:15.

beweerdelijke misleidende voorstelling van zaken, terwijl andere leden dit juist nadien deden (of de effecten zijn blijven houden), (iii) of bepaalde leden van de voorgestelde class voorwetenschap hadden, (iv) of leden van de voorgestelde class effecten kochten of verkochten op verschillende momenten gebaseerd op verschillende informatie.⁸² Hoewel bovengenoemde verschillen onder omstandigheden kunnen leiden tot weigering van certification, zal in veel gevallen een oplossing kunnen worden gevonden met behulp van de processuele hulpmiddelen die de rechter kan aanwenden.⁸³ De rechter kan de definitie van de class beperken tot bepaalde beleggers of bepaalde geschilpunten. Tevens is hij bevoegd om additionele *classes* of *subclasses* te creëren om een adequate belangenbehartiging te waarborgen. Hierna zal concreter voor de verschillende causaliteits- en schadebegrotingsvragen worden gezien hoe kan worden omgegaan met de genoemde potentiële belangenconflicten.

Bij opheffing van art 3:305a lid 3 BW kent het Nederlandse recht zonder daartoe strekkende bepaling geen certification-beslissing. Het processuele debat over de vermeende (on)bundelbaarheid van vorderingen zal worden gevoerd in het kader van de ontvankelijkheid van de belangenorganisatie, of later in het proces bij de behandeling van bepaalde verweren van de aangesproken partijen die erop gericht zijn de geschiktheid van de collectieve actie te betwisten.

Indien het verbod op collectief schadeverhaal (art. 3:305a lid 3 BW) niet geldt, roept dit de vraag op of de uitspraak in een collectieve actie waarin collectieve schadevergoeding wordt toegewezen bindend is voor alle gedupeerde beleggers ten behoeve van wie de belangenorganisatie procedeert. Ik zal hierna aannemen dat al deze gedupeerde beleggers gebonden zijn aan de rechterlijke uitspraak, behalve in het geval zij tijdig aangeven niet gebonden te willen zijn. Dit is een zogenaamd *opt-out* systeem, te vergelijken met de systematiek die onder de Wet collectieve afwikkeling massaschade wordt gevolgd (vgl. art. 7:908 BW).⁸⁴ Een uitvloeisel hiervan zal zijn dat de belangenorganisatie voldoende representatief moet zijn (vgl. art. 7:907 lid 3 sub f BW). Hieronder zal daarom ook worden ingegaan op de vraag of de belangenorganisatie beleggers adequaat kan vertegenwoordigen.

Hieronder bespreek ik de problematiek van bundelbaarheid van belangen in geval van misleiding op de effectenmarkt ter zake van de eerste schakel van het csqn-verband (§ 6.5.2), de tweede schakel van het csqn-verband (§ 6.5.3) en de schade(omvang) (§ 6.5.4).

82 Ann. Manual Complex Lit. § 31.5.

83 Ann. Manual Complex Lit. § 31.5.

84 Een alternatief zou een *opt-in* systeem zijn, waarbij beleggers vooraf uitdrukkelijk moeten aangeven of zij gebonden willen zijn.

6.5.2 Transactiecausaliteit

a. Geschiktheid collectieve actie

Amerikaans recht

Een eerste probleem betreft verschillen in de mate waarin beleggers op de misleidende berichtgeving zijn afgegaan (*reliance*). Het traditionele vereiste van *reliance* houdt in dat een belegger dient aan te tonen dat hij bij zijn beleggingsbeslissing op de misleidende berichtgeving is afgegaan. Dit vergt in beginsel geïndividualiseerd bewijs. Verweerders voeren dan ook vaak aan dat individuele kwesties de gemeenschappelijke vragen zullen overheersen, zodat een *class action* geen geschikt/superieur middel is tot afwikkeling van de beweerdelijk geleden schade.

Onder omstandigheden wordt *reliance* van de representatieve *plaintiff* alsmede van de class van beleggers *vermoed* aanwezig te zijn. In de eerste plaats indien materialiteit van verzwegen informatie vast komt te staan, op grond van de uitspraak *Affiliated Ute* (§ 5.3.2.f). In de tweede plaats wordt een weerlegbaar vermoeden van *reliance* aangenomen op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie indien er kort gezegd sprake is van een materiële *misrepresentation* op een efficiënte (dus secundaire⁸⁵) markt (§ 5.3.2.g). Aangezien beleggers geen individueel bewijs hoeven te leveren als deze vermoedens opgaan, kan een class action doorgang vinden. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden is cruciaal voor een damages class action op basis van SEC-regel 10b-5.⁸⁶

In een class action speelt de vraag welke mate van bewijs vereist is voor het inroepen van de bewijsvermoedens ten tijde van de *certification*-beslissing. Een van de vragen in dit verband is welke mate van onderzoek vereist is naar de mate van marktefficiëntie. Het oordeel over de marktefficiëntie is door sommige rechters opgeschort op grond van het feit dat eisers voor *certification*-doeleinden slechts hoeven te stellen (*allege*), maar niet hoeven te bewijzen, dat de effecten werden verhandeld in een efficiënte markt.⁸⁷ In de *PolyMedica*-zaak werd echter geoordeeld dat de rechter gerechtigd is om verder te kijken dan de *allegations* in de *complaint*. De rechter overweegt dat de lagere rechter het door beleggers aangevoerde bewijs kritisch dient te evalueren, zonder toe te laten dat de gedaagde de *certification*-fase

⁸⁵ De primaire markt is volgens de rechtspraak niet voldoende efficiënt om het *fraud-on-the-market*-vermoeden van *reliance* te activeren.

⁸⁶ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 242 (1988).

⁸⁷ *Hayes v. Gross*, 982 F.2d 104, 107 (3d Cir. 1992) (“[The] question on a motion to dismiss is not whether plaintiff has proved an efficient market, but whether he has pleaded one.”); *Simpson v. Specialty Retail Concepts*, 149 F.R.D. 94 (M.D. N.C. 1993). In *Binder v. Gillespie* 184 F.3d 1059, 1064–65 (9th Cir. 1999) werd een class gedecertificeerd tijdens *summary judgment* op grond van het feit dat de effecten illiquide waren.

laat uitmonden in een “*unwieldy trial on the merits*”.⁸⁸ Op dit punt wijs ik tevens op de recente uitspraak *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom*⁸⁹, waarin werd geoordeeld dat beleggers een koersreactie moeten aantonen ten tijde van de aanvraag tot class certification.⁹⁰ Dit lijkt mij alleen mogelijk indien de markt (voldoende) efficiënt is.

Een aangesproken partij kan verweren aanvoeren ter weerlegging van het vermoeden van reliance van *bepaalde* beleggers. Dit staat certification van de class in beginsel niet in de weg. Het verweer ter zake van de desbetreffende belegger kan aan de orde komen na de behandeling van de gemeenschappelijke vragen. Wel kan de aangesproken partij trachten het vermoeden te ontzenuwen door te verwijzen naar informatie die voor leden van de class beschikbaar was, zodat het verweer gemeenschappelijke vragen oproept.⁹¹ Indien de lijn van *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom* in het Amerikaanse recht wordt doorgezet, zullen gedaagden met het voldoende gemotiveerd betwisten van de koersreactie na bekendwording van de waarheid ook het weerlegbare vermoeden van reliance kunnen ontzenuwen en class certification kunnen dwarsbomen.

Zelfs indien reliance op individueel niveau moet worden bewezen (omdat de bewijsvermoedens niet opgaan), is dit geen belemmering voor certification van de class, voor zover de aansprakelijkheid van de aangesproken partijen gemeenschappelijke vragen oproept, die de individuele kwesties overheersen.⁹² Van een echte damages class action kan men dan evenwel niet meer spreken. Verder is er een groot aantal zaken waarin wordt geoordeeld dat splitsing van de class action in afzonderlijke procedures een geschikte methode is om het reliance-vereiste aan de orde te stellen, voor zover individueel bewijs vereist is.⁹³

Certification is wel geweigerd in een geval waarin aandelen *short* waren verkocht en de rechter het aantonen van individuele reliance noodzakelijk achtte.⁹⁴ Voorts is

88 In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005) (“At the class-certification stage, a party need only establish “basic facts” in order to invoke the presumption of reliance. (...) The question of how much evidence of efficiency is necessary for a court to accept the fraud-on-the-market presumption of reliance at the class certification stage is (...) one of degree. District courts must draw these lines sensibly, mindful that evidence of fundamental value may be relevant to the determination of informational efficiency, but other more accessible and manageable evidence may be sufficient at the certification stage to establish the basic facts that permit a court to apply the fraud-on-the-market presumption. We have no illusions that this line-drawing is easy. (...) Exercising its broad discretion, and understanding the correct definition of efficiency and the factors relevant to that determination, the district court must evaluate the plaintiff’s evidence of efficiency critically without allowing the defendant to turn the class-certification proceeding into an *unwieldy* trial on the merits.”).

89 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).

90 Deze uitleg heeft echter weinig navolging gekregen in de lagere rechtspraak nadien. Zie voor een overzicht In re LDK Solar Securities Litigation, 2009 WL 196396 (N.D.Cal., 2009), voetnoot 6.

91 7 Newberg on Class Actions § 22:61.

92 7 Newberg on Class Actions § 22:58.

93 7 Newberg on Class Actions § 22:71.

94 Zlotnick v. TIE Communications, Inc., 123 F.R.D. 189, 195 (E.D. Pa. 1988).

er een klein aantal zaken waarin short sellers zijn uitgesloten van de class.⁹⁵ In de zaak *In re Polymedica Corp. Securities* oordeelde de rechter dat short sellers niet kunnen profiteren van het fraud-on-the-market-vermoeden, omdat zij juist geloven dat de marktprijs niet zuiver is.⁹⁶ Maar in een recentere uitspraak *Levie v. Sears, Roebuck & Co*⁹⁷ is geoordeeld dat short sellers wel kunnen profiteren van het fraud-on-the-market-vermoeden, en dus certification mogelijk is van een class waarvan deze beleggers onderdeel uitmaken:

“The fact that short sellers (...) may believe that there will be fluctuation in the price of a stock does not mean that they do not rely on the integrity of the information disseminated. (...). Thus, the court disagrees with defendants’ position that short sellers (...) must be excluded from the class because they can not rely on the fraud-on-the-market theory.”

Nederlands recht

Voor het Nederlandse recht kwam ik in hoofdstuk 4 tot de conclusie dat transactie-causaliteit de eerste schakel was in het vereiste csqn-verband. Een belangenorganisatie kan aanvoeren dat de beleggers voor wie zij opkomt zonder de misleiding (i) de transacties tegen een gunstigere marktprijs zouden hebben verricht, dan wel (ii) de transacties in het geheel niet zouden hebben verricht, dan wel (iii) de transacties zonder de misleiding niet of tegen een gunstigere marktprijs zouden hebben verricht.

Voor alle drie de mogelijkheden is van belang dat de Hoge Raad in het *World Online-arrest*⁹⁸ bij misleidende mededelingen in een prospectus in beginsel causaal verband eist tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de individuele belegger. Ik verwacht dat bij schending van andere informatieverplichtingen in beginsel dezelfde eis geldt. Dit concrete causaal verband kan volgens de Hoge Raad voorshands kan worden aangenomen, indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat (§ 5.3.2.d). Indien de bewijslast aldus wordt verlicht, is het niet noodzakelijk om beleggers individueel bewijs te laten leveren, hetgeen een collectieve actie onmogelijk zou maken. Problematisch bij de collectieve afwikkeling is evenwel dat de gedaagde het voorshandse vermoeden kan trachten te ontzenuwen. De gedaagde zal waarschijnlijk zowel het vermoeden willen ontzenuwen ten aanzien van bepaalde categorieën beleggers (bijvoorbeeld short sellers) als individuele beleggers. Het laatste vergt een beoordeling van individuele omstandigheden. Hoewel eerst de gemeenschappelijke

95 *Ganesh L.L.C. v. Computer Learning Centers, Inc.* 183 F.R.D. 487, 491 (E.D. Va. 1998); *In re Polymedica Corp. Securities Litigation*, 224 F.R.D. 27, 44 (D. Mass. 2004).

96 *In re Polymedica Corp. Securities*, 224 F.R.D. 27, 44 (D. Mass. 2004) (“[s]hort sellers may not rely on the ‘fraud on the market’ presumption of reliance” since these investors “sell short because they believe that the market price is somehow mistaken.”).

97 *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F.Supp.2d 944 (N.D.Ill. 2007).

98 HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

vragen kunnen worden behandeld, verhindert deze verweermogelijkheid mijns inziens uiteindelijk dat in een collectieve actie daadwerkelijk een vordering tot schadevergoeding kan worden toegewezen ten aanzien van een onbekende groep beleggers (het opt-outsysteem).

Afgezien van deze kwestie doen zich andere problemen voor bij de collectieve afwikkeling ter zake van de schakel transactiecausaliteit. Het gaat daarbij om het geval dat de belangenorganisatie wil aantonen dat de marktprijs was beïnvloed. Die stelling kan in een collectieve actie tot schadevergoeding in beginsel worden onderbouwd met behulp van een deskundigenrapport waaruit de onzuiverheid in de beurskoers blijkt. Mogelijke belangenconflicten tussen beleggers ten behoeve van wie de belangenorganisatie zegt op te komen doen zich voor in het geval dat er onzekerheid bestaat over het einde van het tijdvak waarin de koers beweerdelijk was beïnvloed (zie hierna § 6.5.3.c en vooral § 6.5.4). In die periode zijn er bijvoorbeeld zowel beleggers die effecten kochten als beleggers die verkochten (nadat zij eerder tijdens de periode van de misleiding kochten). Hun belangen zijn spiegelbeeldig. Beleggers die verkochten zullen willen betogen dat de waarheid net bekend was geworden (en hun schade zich dus materialiseerde), terwijl de beleggers die kochten zullen willen betogen dat de waarheid nog net niet bekend was geworden, althans niet geheel (en zij dus kochten tegen een te hoge koers, waarna de schade zich materialiseerde door bekendwording van de waarheid). Dit lijkt mij evenwel geen probleem dat een collectieve actie tot schadevergoeding zonder meer onmogelijk zou moeten maken wegens ongelijksoortigheid van belangen. In de eerste plaats kan met behulp van ‘hoge frequentie data’ (metingen van de koers per seconde of minuut)⁹⁹ doorgaans waarschijnlijk vrij nauwkeurig en objectief worden bepaald hoe de markt reageerde op de corrigerende mededeling en wanneer de periode van misleiding ten einde kwam. Voorts staat het de rechter vrij om in een tussenvonnis de vordering af te wijzen voor zover deze ziet op de mogelijke schade van beleggers die hebben aangekocht in een tijdvak waarin zeer onzeker is of de koers nog beïnvloed was. Deze beleggers kunnen een eigen procedure starten. Zonder daartoe strekkende wettelijke bepaling heeft de Nederlandse rechter geen mogelijkheid de collectieve actie zoals in het Amerikaanse recht te splitsen in twee (sub)acties.

Anders dan in het Amerikaanse recht leidt het onderscheid tussen aankopen op de primaire of secundaire markt niet tot problemen van bundelbaarheid. De Hoge Raad heeft in het World Online-arrest geoordeeld dat zowel op de primaire als secundaire markt het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing voorshands bewezen kan worden geacht.

⁹⁹ Zie daarover Van Dijk 2007.

*b. Adequate vertegenwoordiging; kenmerkendheid van de vordering**Amerikaans recht*

Variaties in individuele reliance onder leden van de class zijn in de Amerikaanse rechtspraak geen belemmering geacht om te kunnen oordelen dat een belegger de class adequaat kan vertegenwoordigen.¹⁰⁰

In het Amerikaanse recht kan de claim van een plaintiff ten behoeve van de class atypisch zijn indien bepaalde specifieke verweren op hem van toepassing zijn, die niet gelden voor de leden van de class. Hierbij valt te denken aan het voorbeeld waarbij een belegger lange tijd had gewerkt voor de aangesproken partij, uit dien hoofde toegang had tot vertrouwelijke documenten en dus mogelijk op de hoogte had kunnen zijn van de onjuiste voorstelling van zaken.¹⁰¹

In class actions hebben verwerende partijen verder vaak aangevoerd dat de claim van de (lead) plaintiff niet *typical* kan zijn voor de claims van leden van de class die kochten op verschillende momenten en daarbij vertrouwden op verschillende documenten. Uitgemaakt is dat de claim van de plaintiff *typical* is indien alle documenten waarop beleggers hebben vertrouwd onderdeel uitmaakten van een “*common course of conduct*” of een “*common scheme to defraud*”.¹⁰²

Nederlands recht

Onderlinge verschillen tussen beleggers ter zake van de vraag in hoeverre zij op de misleidende passages zijn afgegaan of daarop hebben vertrouwd, verhinderen mijns inziens niet dat een belangenorganisatie hun gezamenlijke belangen adequaat kan behartigen. Op grond van het World Online-arrest¹⁰³ kan voorshands worden aangenomen de beleggingstransactie zonder de misleidende voorstelling van zaken niet of niet tegen dezelfde voorwaarden tot stand zou zijn gekomen, indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat. Alle beleggers zullen er derhalve belang bij hebben dat de belangenorganisatie aantoont dat er sprake was van misleiding. Indien de gedaagde partij tracht het vermoeden te ontzenuwen ten aanzien van bepaalde *categorieën* beleggers, kan de belangenorganisatie de belangen van die beleggers adequaat behartigen. De overige beleggers in de groep voor wie de belangenorganisatie opkomt, worden hierdoor immers niet benadeeld. Alle beleggers zullen er verder belang bij

100 In *Fox v. Equimark Corp.*, 1994 WL 560994 (W.D. Pa. 1994) werd bijvoorbeeld geoordeeld dat het afgaan op een artikel in de *Wall Street Journal* in plaats van op de uitslatingen van de verweerders zelf de vertegenwoordiging niet inadequaat maakte. In *Priest v. Zavre Corp.*, 118 F.R.D. 552 (D. Mass. 1988) werd geoordeeld dat het feit dat een *class representative* mogelijk ook had vertrouwd op andere factoren dan de beweerdelijke misrepresentations en de marktprijs, zoals subjectieve voorkeuren en een computerprogramma, zijn claims niet atypisch maakten en evenmin de representativiteit ondermijnde.

101 7 Newberg on Class Actions § 22:26.

102 7 Newberg on Class Actions § 22:26.

103 HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

hebben dat vast komt te staan dat de koers beïnvloed was door de misleidende voorstelling van zaken. Belangenconflicten kunnen zich alleen voordoen indien er veel onzekerheid bestaat over het precieze moment waarop de periode van de misleiding eindigde (§ 6.5.2.a).

De vraag of de vordering van de belangenorganisatie *kenmerkend* is, speelt mijns inziens bij schrapping van het verbod op collectief schadeverhaal een minder duidelijke rol dan in het Amerikaanse recht, omdat zij geen *eigen* vordering instelt, maar optreedt ten behoeve van degenen wier belangen zij ingevolge haar statuten behartigt. Als die groep in de statuten ruim omschreven is, speelt veeleer de vraag of de belangenorganisatie voldoende representatief is voor al deze beleggers.¹⁰⁴ Voor de causaliteitsschakel transactiecausaliteit zal er echter geen sprake zijn van te ongelijksoortige/niet-bundelbare belangen. Ten aanzien van alle beleggers geldt een voorshands bewijsvermoeden indien vast staat dat een misleidende voorstelling werd gegeven. Het bewijs van de onzuiverheid in de beurskoers kan daarnaast op collectief niveau worden geleverd.

6.5.3 Het intreden van (rechtens vergoedbare) vermogensschade

a. Inleiding

De tweede schakel van het csqn-verband ziet op het causale verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de gevorderde vermogensschade (§ 2.5.3.b en § 5.3.3). In Amerikaanse *securities class actions* staat koersschade doorgaans centraal. Allereerst is dit kwantitatief verreweg de grootste schadepost, en daarnaast leent hij zich tot op zekere hoogte voor bewijs op collectief niveau. In het Amerikaanse recht staat de tweede causaliteitsschakel bekend als het vereiste van *loss causation* (§ 3.3.2.e-f; § 4.5.3.h e.v.). Grofweg kan men zeggen dat deze eis inhoudt dat er daadwerkelijk rechtens vergoedbare schade is ingetreden als gevolg van de misleiding. Deze eis geeft in het Amerikaanse recht aanleiding tot verschillende vragen ter zake van de bundelbaarheid van vorderingen, die hieronder zullen worden geanalyseerd.

b. Een koersreactie als voorwaarde voor certification/gelijksoortigheid?

Amerikaans recht

In de Amerikaanse rechtspraak bestaat enige verdeeldheid over de vraag in hoeverre het vereiste van *reliance* moet worden betrokken in de *certification*-beslissing.

In de controversiële uitspraak *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*¹⁰⁵ is overwogen dat de lagere rechter de class ten onrechte had gecertificeerd, nu de class niet had aangetoond dat de markt reageerde op een corrigerende mededeling. *Loss causation* moet volgens de appelrechter worden

¹⁰⁴ Vgl. in dit verband ook Tzankova 2007, p. 162–163.

¹⁰⁵ *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).

aangetoond ten tijde van de certification-fase “*by a preponderance of all admissible evidence*”. Feitelijk eist de rechter dat loss causation wordt aangetoond voordat het *fraud-on-the-market*-vermoeden van reliance wordt toegepast. Dit wordt als volgt gemotiveerd:

“In short, the efficient market doctrine facilitates an extraordinary aggregation of claims. We cannot ignore the in terrore power of certification, continuing to abide the practice of withholding until “trial” a merit inquiry central to the certification decision, and failing to insist upon a greater showing of loss causation to sustain certification, at least in the instance of simultaneous disclosure of multiple pieces of negative news. Nor is there sound reason for an early “tentative” certification, which leaves loss causation for later more focused examination. It is not the need for discovery. Little discovery from defendants is demanded by the fraud-on-the-market regimen. Its “proof” is drawn from public data and public filings, as in this case. It is largely an empirical judgment that can be made then as well as later in the litigation.”

De kern van de argumentatie is dus dat certificering gedaagden in de praktijk in een lastige positie plaatst, en dat er geen reden is om bewijs van reliance uit te stellen, nu dit empirische bewijs wordt geleverd aan de hand van openbaar beschikbare gegevens. In de uitspraak *Luskin v. Intervoice-Brite Inc.*¹⁰⁶ heeft de appelrechter geoordeeld dat de regel uit *Oscar* niet alleen opgaat indien er sprake is van “*simultaneous disclosure of multiple pieces of negative news*”, maar ook indien er slechts één negatief nieuwsfeit bekend wordt gemaakt.¹⁰⁷

In verschillende uitspraken van lagere rechters nadien is geoordeeld dat de *Oscar*-uitspraak gebaseerd is op een verkeerde interpretatie van *Basic v. Levinson*.¹⁰⁸ In de eerste plaats hoeft op grond van *Basic* loss causation niet te worden aangetoond om te kunnen profiteren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden van reliance; de *Oscar*-uitspraak legt in dit opzicht te strenge eisen aan. Daarnaast hoeft niet reeds ten tijde van de certification-fase loss causation te worden bewezen. Het is de verweerder die tijdens die fase de bewijslast heeft om aan te tonen dat er *geen* verband was tussen de misleidende voorstelling van zaken en de beurskoers. Verder kunnen er gevallen zijn waarin duidelijk is dat de prijs door de misleiding is beïnvloed, maar het bewijs van loss causation niettemin problematisch is.¹⁰⁹

106 261 Fed.Appx. 697 (5th Cir. 2008).

107 “There is no reason why the concerns stated in *Oscar* do not equally apply to cases in which only one negative disclosure is at issue.” De appelrechter merkt in een voetnoot op: “In fact, in cases where there has been only one negative disclosure, loss causation should be even easier for plaintiffs to establish at the class certification stage.”

108 Zie voor een overzicht *In re LDK Solar Securities Litigation*, 2009 WL 196396 (N.D.Cal. 2009), voetnoot 6.

109 Zie Langevoort 2009, p. 35, onderwijzing naar de dissenting opinion bij de *Oscar*-uitspraak.

Nederlands recht

In hoeverre is bovenstaande Amerikaanse problematiek van belang bij schrapping van het verbod op collectief schadeverhaal?

De Amerikaanse discussie kan ten eerste worden vertaald in de vraag of een voorwaarde voor ontvankelijkheid van een belangenorganisatie in een collectieve actie tot schadevergoeding is dat een (residuele) koersreactie wordt bewezen, althans aannemelijk wordt gemaakt. Ik meen dat deze vraag ontkennend moet worden beantwoord. Voldoende lijkt mij dat de belangenorganisatie (gemotiveerd) stelt voor welke soort schade zij vergoeding wil vorderen, en dat deze schadepost zich leent voor gezamenlijke behandeling. Het zal veelal gaan om koersgerelateerde schade als gevolg van het feit dat de misleidende voorstelling van zaken beweerdelijk heeft geleid tot een onzuivere beurskoers.¹¹⁰

Een andere vraag naar aanleiding van de Oscar-uitspraak is of de belangenorganisatie een koersreactie moet bewijzen om (voorshands) causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aan te nemen. Op grond van het World Online-arrest¹¹¹ kan worden geconcludeerd dat dit niet het geval is. Voldoende is het bewijs van misleiding van de maatman-belegger. Ik heb overigens betoogd dat dit geen wenselijk recht is. Vereist is naar mijn oordeel dat de belangenorganisatie bewijst dat de beurskoers was beïnvloed (§ 5.3.2.d).

*c. Geschiktheid collectieve actie; adequate vertegenwoordiging**Amerikaans recht*

Het vereiste dat een koersreactie wordt aangetoond na het bekend-worden van de waarheid (loss causation) kan in een class action specifieke vragen oproepen ter zake van de bundelbaarheid van de vorderingen van class-leden en de adequatie van de class-vertegenwoordiging, vooral indien de waarheid stapsgewijs bekend werd.

Deze problematiek komt onder meer aan de orde in de zaak *In Re Tyco International*.¹¹² De aangesproken partijen betoogden onder meer dat de class action *unmanageable* was en dat de lead plaintiffs de class niet adequaat konden vertegenwoordigen. De eisende beleggers hadden de class volgens de verweerders feitelijk opgedeeld in verschillende subgroepen door te wijzen op drie verschillende

110 Zelfs als het bewijs van een koersreactie vereist zou zijn voor ontvankelijkheid, dient te worden bedacht dat de belangenorganisatie voor meerdere processuele ankers kan gaan liggen om niet-ontvankelijkheid wegens gebrek aan belang te voorkomen. Primair zou schadevergoeding namens het collectief van beleggers kunnen worden gevorderd, subsidiair een verklaring voor recht tot vaststelling van de onzuiverheid in de beurskoers op elke dag van de periode van de vermeende misleiding overeenkomstig een door de belangenorganisatie overgelegd bewijsstuk, en meer subsidiair een verklaring voor recht dat de aangesproken partij onrechtmatig heeft gehandeld, met verzoek om verwijzing naar een schadestaatprocedure. Voor verwijzing naar een schadestaatprocedure is al voldoende dat de *mogelijkheid* van schade aannemelijk wordt (zie § 5.5).

111 HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

112 *In Re Tyco International, Ltd.*, 236 F.R.D. 62 (D. N.H. June 12, 2006).

corrigerende mededelingen in de geconsolideerde dagvaarding (*complaint*). De eerste subgroep bestaat uit beleggers die hun aandelen Tyco verkochten vóór de eerste corrigerende mededeling. De resterende subgroepen bestaan uit (i) beleggers die hun effecten verkochten na de eerste disclosure, maar vóór de tweede, (ii) beleggers die hun effecten verkochten na de tweede disclosure, maar vóór de derde, en (iii) beleggers die hun effecten zijn blijven houden tot na de derde disclosure. Volgens Tyco moeten leden uit de eerste subgroep worden uitgesloten van de class omdat zij niet kunnen bewijzen dat hun verlies is veroorzaakt door een corrigerende mededeling. Vervolgens wordt betoogd dat de resterende subgroepen niet in één class kunnen worden opgenomen, aangezien iedere subgroep afhankelijk is van andere corrigerende mededelingen om loss causation te onderbouwen.

De rechter verwerpt het verweer van de gedaagden op grond van verschillende argumenten. In de eerste plaats is naar Amerikaans recht niet vereist dat loss causation met *particularity* in de dagvaarding wordt aangevoerd; eisers kunnen in een latere fase nog additionele disclosures aanvoeren. Het is dus te vroeg om de eerste subgroep uit te sluiten van de class. Daarnaast vindt de rechter de class action niet unmanageable vanwege het enkele feit dat sommige leden van de class sterkere argumenten ter zake van loss causation hebben dan andere, afhankelijk van de vraag wanneer zij verkocht hebben. In de rechtspraak worden classes veelvuldig gecertificeerd indien gemeenschappelijke vragen overheersen, ook al spelen er individuele kwesties ter zake van bijvoorbeeld de schadeomvang. Er is geen reden waarom dit principe niet eveneens zou gelden voor het vereiste van loss causation. Er zijn voldoende *common issues* die de leden van de class verbinden. Ten slotte oordeelt de rechter dat de aangesproken partijen onvoldoende hebben onderbouwd waarom de vertegenwoordiging niet adequaat zou zijn. Als de lead plaintiffs hun aandelen kochten voorafgaand aan de eerste disclosure en hielden tot na de laatste, hebben zij goede redenen om elke geïdentificeerde corrigerende mededeling met bewijzen te staven (aangezien schade rehtens slechts voor vergoeding in aanmerking komt indien zij kan worden gekoppeld aan een corrigerende mededeling). Deze prikkel zou bij de lead plaintiffs ontbreken ter zake van disclosures die zich hebben voorgedaan voorafgaand aan de aankoop of na verkoop van hun aandelen, maar hun belangen zouden niet worden geschaad indien zulke corrigerende mededelingen worden erkend. Dit is slechts anders indien de erkenning van een disclosure de argumentatie voor vanuit de lead plaintiffs gezien gunstige disclosures zou ondermijnen. De belangen van de lead plaintiffs conflicteren dus niet noodzakelijk met de belangen van andere leden van de class vanwege het enkele feit dat niet alle leden zullen profiteren van alle corrigerende mededelingen. De gedaagden hebben onvoldoende onderbouwd dat de belangen in concreto conflicteren.

Nederlands recht

Ten aanzien van de vraag of de belangen van beleggers gelijksoortig zijn, onderscheid ik weer tussen de drie opties voor de belangenorganisatie om haar vordering in te kleden.

Eerst het geval waarin de belangenorganisatie aanvoert dat de transacties ook zonder de misleiding zouden zijn verricht, maar dan tegen een gunstigere marktprijs. Ik ga hierbij uit van de casus in de Tyco-zaak. In dit geval waren er mogelijk meerdere (partiële) disclosures. Indien in de dagvaarding drie mogelijke disclosure-momenten worden genoemd, zijn er verschillende groepen beleggers te identificeren. De eerste subgroep bestaat uit beleggers die hun aandelen verkochten vóór de eerste in de dagvaarding aangevoerde corrigerende mededeling. Ik zou mij kunnen voorstellen dat de rechter de vordering tot schadevergoeding van de belangenorganisatie afwijst voor zover deze ziet op deze eerste subgroep, tenzij in de procedure aanvullende eerdere disclosures worden aangevoerd. Naar Nederlands recht wordt mijns inziens namelijk geen rechtens vergoedbare schade geleden op effecten die zijn verkocht vóórdat de waarheid bekend wordt (§ 4.5.3). De Nederlandse rechter hoeft echter niet direct te beslissen over toe- of afwijzing van de vordering, omdat het Nederlandse procesrecht geen afzonderlijke certification-fase kent. Wat is rechtens ten aanzien van de resterende subgroepen beleggers (degenen die verkochten tussen de eerste en tweede disclosure, degenen die verkochten tussen de tweede en derde disclosure en degenen die hun effecten bleven houden tot na de derde disclosure)? Bij de tweede causaliteitsschakel die hier wordt geanalyseerd – het intreden van koersschade – is niet precies van belang *in welke mate* de onzuiverheid in de beurskoers verminderde naar aanleiding van de drie disclosures; dat is een kwestie die bij de schadebegroting speelt en waarbij belangenconflicten kunnen optreden (zie § 6.5.4.a). Ten aanzien van de hier geanalyseerde causaliteitsschakel kunnen zich naar mijn oordeel slechts belangenconflicten voordoen indien er onzekerheid bestaat over het einde van het tijdvak waarin de koers beweerdelijk was beïnvloed, maar ik merkte hiervoor op dat deze belangenconflicten overkomelijk zijn (§ 6.5.2.a).

Indien de belangenorganisatie aanvoert dat zonder de misleidende voorstelling van zaken de aankooptransacties *niet* zouden zijn verricht, kan de vraag of de gestelde schade het gevolg is van de misleiding in beginsel slechts worden beantwoord indien duidelijk is hoe de belegger zonder de onrechtmatige gedraging (vermoedelijk) zou hebben gehandeld (zou het geld op een spaarrekening zijn blijven staan, of alternatief zijn belegd?). Een residuele koersreactie is een indicatie dat beleggers rechtens vergoedbare schade hebben geleden, maar het is desondanks mogelijk dat dit niet geldt voor *bepaalde* beleggers uit de groep (§ 4.4.1.i).¹¹³ Dit aspect – dat nauw verweven is met het bepalen van de schadeomvang (zie hierna ook § 6.5.4.a) – is problematisch bij collectief schadeverhaal.

Indien de belangenorganisatie aanvoert dat de transacties zonder de misleiding niet of tegen een gunstigere marktprijs zouden zijn verricht, geldt hetgeen ik

¹¹³ Bijvoorbeeld indien de koers van effecten ook na bekendwording van de waarheid nog op een hoger niveau staat dan de aankoopprijs die zij hebben betaald en de belegger zonder de misleiding niet zou hebben belegd.

hiervoor opmerkte ten aanzien van de andere twee modaliteiten van transactie-causaliteit in combinatie.

6.5.4 Schadeomvang

a. Geschiktheid collectieve actie en adequate vertegenwoordiging

Amerikaans recht; inleiding

Het is vaste rechtspraak in de Verenigde Staten dat de noodzaak van individuele schadeberekeningen *certification* van een *class* niet in de weg staat.¹¹⁴ In de zaak *Carnegie v. Household Int'l, Inc.*¹¹⁵ wordt een overzicht gegeven van de manieren waarop de rechter kan omgaan met individuele schadekwestes:

“Rule 23 allows district courts to devise imaginative solutions to problems created by the presence in a class action litigation of individual damages issues [including] (1) bifurcating liability and damage trials with the same or different juries; (2) appointing a magistrate judge or special master to preside over individual damages proceedings; (3) decertifying the class after the liability trial and providing notice to class members concerning how they may proceed to prove damages; (4) creating subclasses; or (5) altering or amending the class.”

In aanvulling hierop kan worden gewezen op de zaak *In re Broadcom Corp. Securities Litigation*¹¹⁶, waarin werd geoordeeld dat de schade per aandeel per tijdseenheid (in dat geval: een dag) kan worden bepaald, en vervolgens het *claims administration* proces wordt gebruikt om de ontbrekende informatie te verschaffen die vereist is om de totale schade te berekenen. Uit bepaalde uitspraken blijkt ook dat het begroten van de schade nadat de onzuiverheid in de beurskoers is vastgesteld wordt gezien als een vrijwel mechanische taak.¹¹⁷

114 7 Newberg on Class Actions § 22:65. Zie recentelijk bijv. *In re LDK Solar Securities Litigation*, 2009 WL 196396 (N.D.Cal. 2009); *Kohen v. Pacific Inv. Management Co. LLC*, 244 F.R.D. 469, 475–476 (N.D.Ill. 2007).

115 376 F.3d 656, 661 (7th Cir. 2004).

116 2005 WL 1403756 (C.D.Cal. 2005).

117 Zie bijv. *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975) (“Moreover, (...) we are confident that should the class prevail the amount of price inflation during the period can be charted and the process of computing individual damages will be virtually a mechanical task.”). Hoewel deze uitspraak dateert van vóór *Dura Pharmaceuticals* (544 U.S. 336 (2005)), zal nadien waarschijnlijk nog hetzelfde gelden. *Dura Pharmaceuticals* heeft mogelijk gevolgen voor de wijze waarop de hypothetische prijslijn moeten worden geschat (met name of de residuele koersdaling een begrenzing vormt voor de geschatte kunstmatige inflatie eerder in de *class period*), en de wijze waarop rekening moet worden gehouden met tussentijdse verkopen.

Amerikaans recht; verschillende typen effecten/belangen

De class kan in beginsel bestaan uit houders van verschillende typen effecten, zoals aandeelhouders, obligatiehouders en/of optiehouders.¹¹⁸ In verschillende zaken is geoordeeld dat een *plaintiff* adequaat de belangen van houders van deze verschillende typen effecten kan behartigen.¹¹⁹ Denkbaar is dat de financiële belangen van beide groepen op bepaalde punten uiteen lopen.¹²⁰ In zulk een geval is de beste oplossing veelal niet het verbieden van certification of het beperken van de omvang van de class, maar het creëren van subclasses op het moment dat een daadwerkelijk conflict zich voordoet.¹²¹

Amerikaans recht; verschillende wettelijke grondslagen voor aansprakelijkheid

Beleggers kunnen in het Amerikaanse recht verschillende wettelijke bepalingen aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen. De schadebegrotingsmaatstaf verschilt per bepaling. De Securities Act 1933 voorziet in de bepalingen s.11 en s.12(a)(2) in een specifieke schadebegrotingsmaatstaf, terwijl zulks niet het geval is bij een beroep op s.10(b) Securities Exchange Act en SEC-regel 10b-5. Dit roept de vraag hoe met de hierdoor ontstaande verschillen in de (rechten vergoedbare) schadeomvang moet worden omgegaan. In het kader van een misleiding bij een IPO heeft zich het geval voorgedaan dat een verzoek tot certification werd gedaan door een groep beleggers waarvan sommigen zowel een beroep konden doen op s.11 en s.12(a)(2) Securities Act 1933, terwijl anderen uitsluitend een beroep konden doen op s.12(a)(2) Securities Act 1933. De rechter besloot in dit

118 7 Newberg on Class Actions § 22:38. Zie bijv. *Freudenberg v. E*Trade Financial Corp.*, 2008 WL 2876373 (S.D.N.Y. 2008), met diverse verwijzingen naar rechtspraak waarin houders van verschillende typen effecten in een (sub)class zijn opgenomen.

119 Ann. Manual for Complex Litigation 31:5 verwijzend naar *Margolis v. Caterpillar, Inc.*, 815 F. Supp. 1150, 1157 (C.D. Ill. 1991). Zie bijv. recentelijk *Freudenberg v. E*Trade Financial Corp.*, 2008 WL 2876373 (S.D.N.Y. 2008), verwijzend naar *In re Sepracor Inc.*, 233 F.R.D. 52, 56 (D.Mass.2005) (optiehouder aangesteld als lead plaintiff voor een class die kopers van alle equity securities omvatte); *In re Enron Corp. Sec. Litig.*, 206 F.R.D. 427, 445 (S.D.Tex.2002) (“[C]ourts have repeatedly concluded that stock purchasers can represent purchasers of debt instruments and vice versa in the same action.”); *Deutschman v. Beneficial Corp.*, 132 F.R.D. 359, 382–83 (D. Del. 1990), waar houders van gewone aandelen en call opties samen in een (sub)class werden opgenomen; *Endo v. Albertine*, 147 F.R.D. 164, 168 (N.D.Ill.1993), waarin werd geoordeeld dat de vordering van de *plaintiff* kenmerkend was, hoewel hij alleen gewone aandelen had gekocht terwijl hij ook leden van de class zou vertegenwoordigen die *debentures* en *notes* hadden gekocht.

120 In *Model Associates, Inc. v. U. S. Steel Corp.*, 88 F.R.D. 338 (S.D. Ohio 1980) ging het om een claim vanwege het beweerdelijk te optimistisch voorstellen van de verplichtingen op grond van federale milieuwetgeving. De beweerdelijk opgeklapte financiële toestand kan de vennootschap in staat hebben gesteld om goedkoper te lenen, dit ten koste van de obligatiehouders, maar ten voordele van de aandeelhouders. De eiser – een full time aandelenbroker en adviseur die veelvuldig in gewone aandelen van de vennootschap had gehandeld – kon daarom de belangen van de obligatiehouders of beleggers die aandelen hadden gekocht en gehouden niet adequaat vertegenwoordigen.

121 7 Newberg on Class Actions § 22:38, verwijzend naar *Fischer v. Kletz*, 41 F.R.D. 377 (S.D.N.Y. 1966).

geval een class te certificeren bestaande uit beleggers die een beroep konden doen op s.11 Securities Act 1933, en daarbinnen een subclass van beleggers die een beroep konden doen op beide bepalingen.¹²²

Amerikaans recht; retention buyers en in-and-out buyers

Indien een te rooskleurige voorstelling van zaken is gegeven, zijn er doorgaans zowel beleggers die in de periode van de misleiding effecten hebben gekocht en behouden tot het moment waarop de waarheid bekend werd (een ‘*retention buyer*’), als beleggers die de (in de periode van de misleiding) aangekochte effecten hebben verkocht voordat de waarheid bekend werd (de ‘*in-and-out buyer*’). Verweerders hebben vaak aangevoerd dat er sprake is van een belangenconflict tussen beide groepen, vooral in het geval dat er sprake is van een niet-constante kunstmatige inflatie in de koers. In-and-out plaintiffs zouden willen aantonen dat de prijsinflatie minimaal was op het moment dat zij verkochten, terwijl retention buyers die op dat moment kochten juist zouden willen bewijzen dat de kunstmatige inflatie maximaal was. Zo overwoog de rechter in *Ziemack v. Centel Corp.*¹²³:

“Here, the in-out Plaintiffs’ interests are adverse to the retention Plaintiffs’ interests in the fluctuating inflation level scenario. The in-out Plaintiffs may also have interests adverse to each other. The class period comprises approximately eighty trading days. Within those eighty trading days were millions of Centel transactions. Each instant a transaction occurred (the date, hour, minute, and second) in the extreme case constitutes a potentially distinct set of facts governing the value of the spread at the time of a sale. As a practical matter, we do not know how many sets of trial strategy to which the facts of this case may give birth.”

Volgens de Amerikaanse rechtspraak is certification van een class waarin beide groepen zijn vertegenwoordigd niettemin mogelijk. Een retention buyer kan voorts in beginsel adequaat leden van de class vertegenwoordigen die tevens effecten hebben verkocht (de in-and-out buyer), en vice versa.¹²⁴ Wel kan het nodig zijn subclasses te vormen om zeker te stellen dat de belangen van beide groepen

122 *Feiner v. SS & C Technologies, Inc.*, 47 F.Supp.2d 250, 253 (D.Conn.1999). In deze zaak hadden verweerders nog aangevoerd dat de rechter twee verschillende classes had moeten certificeren, in plaats van een class en een subclass. De rechter verwierpt dit betoog: “It is true that certain plaintiffs who have both a § 11 and § 12(a)(2) claim may not be able to prove that they suffered damages under § 11. For example, someone who purchased from [de underwriters] within the 25-day period, but subsequently sold the stock at a profit, did not suffer cognizable damages under § 11. Nevertheless, the court need not place plaintiffs who have § 12(a)(2) claims in a separate class. “Differences in the damages sustained by individual class members does not preclude a showing of typicality, nor defeat class certification.” (...).”

123 163 F.R.D. 530, 539 to 542 (N.D. Ill. 1995).

124 7 Newberg on Class Actions § 22:39.

optimaal worden behartigd. Zo overwoog de rechter in de zaak *In re LTV Securities Litigation*¹²⁵ uit 1980:

“the sole remaining certification question presented by ins and outs is whether the conflicting objectives of class members as to the placement of the value and price lines is such as to deny certification or whether it is curable by the device of subclassing. (...) The court is inclined to follow suggestions (...) that subclassing has the potential to cure any such problems. It follows that a definition of the class should include persons who have both bought and sold during the class period. We do not find such a potential conflict to be sufficient to deny class certification. Significantly, available techniques of proof such as econometric modeling are sufficiently demanding of internal consistency as to reduce the opportunity for such manipulation of data.”

In de zaak *Ziemack v. Centel Corp*¹²⁶ overwoog de rechter in dit verband:

“The Court may establish a single in-out Plaintiff subclass if that subclass stipulates to limiting itself to emphasizing or de-emphasizing only a single statement or omission giving rise to a fluctuating artificial level of share price inflation. Likewise, further subdivision of the class period may necessitate further subclassification. Finally, the Court may include only retention Plaintiffs in this action, without prejudice to the rights of in-out Plaintiffs to institute separate actions in their individual capacities. At this stage in the litigation, this is not an attractive option.”

Op grond van de latere uitspraak *Dura Pharmaceuticals*¹²⁷ komt schade op effecten die (weer) zijn verkocht voordat de waarheid bekend werd waarschijnlijk niet voor vergoeding in aanmerking. In de rechtspraak nadien zijn beleggers die (al) hun effecten verkochten vóórdat de waarheid bekend werd, dan ook uitgesloten van de class.¹²⁸ Voor het geval van een ‘seller class’ van gedupeerde beleggers die verkochten tijdens een misleidend negatieve voorstelling van zaken, is geoordeeld dat de ratio om in-and-out-traders eventueel uit te sluiten van de class niet opgaat.¹²⁹

Amerikaans recht; het belangenconflict tussen huidige en gewezen aandeelhouders
In de rechtspraak is aan de orde gekomen of er sprake is van een belangenconflict tussen enerzijds beleggers die op het moment van de rechtszaak een groter aandeel

¹²⁵ 88 F.R.D. 134 (N.D. Tex. 1980).

¹²⁶ *Ziemack v. Centel Corp*, 163 F.R.D. 530 (N.D. Ill. 1995).

¹²⁷ 544 U.S. 336 (2005).

¹²⁸ Zie bijv. *In re Cornerstone Propane Partners, L.P. Securities Litigation*, 2006 WL 1180267 (N.D.Cal. 2006.) Zie echter ook *In Re Tyco International, Ltd.*, 236 F.R.D. 62 (D.N.H. 2006), waarin werd geoordeeld dat eisers in een latere fase nog additionele *disclosures* kunnen aanvoeren, zodat het te vroeg is om een subgroep van beleggers die hun effecten verkochten vóór de gestelde eerste *disclosure* uit te sluiten van de class.

¹²⁹ *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F.Supp.2d 944 (N.D.Ill. 2007).

hebben in het kapitaal van de onderneming dan tijdens de *class period* ('*equity holders*'), en anderzijds alle andere beleggers ('*non-equity holders*'). Het argument zou zijn dat degenen die de effecten nog bezitten in geval van een uitgekeerde schadevergoeding meer verliezen als aandeelhouders dan dat zij zullen winnen als leden van de class, omdat een schadevergoeding zal resulteren in een daling van de waarde van het aandeel die per saldo de te ontvangen uitkering overtreft. In de Tyco-zaak¹³⁰ oordeelt de rechter dat het vermeende equity-conflict niet in de weg staat aan certificering van de class en de lead plaintiffs de class adequaat kunnen vertegenwoordigen.

In de eerste plaats hebben ook equity holders volgens de rechter een sterke prikkel om hun schade te verhalen op de aangesproken partij, zelfs indien zij redenen zouden hebben om claims van andere beleggers te betwisten. De verklaring hiervoor is dat een ongunstige invloed van het uitbetalen van schadevergoeding aan de belegger op de beurskoers voor rekening komt van *alle* huidige aandeelhouders van Tyco.¹³¹ Het niet certificeren van de class veronachtzaamt volgens de rechter ook te zeer de belangen van de non-equity holders. De voorgestelde class bestaat uit duizenden beleggers die niet worden geraakt door het vermeende equity conflict en die praktisch gezien geen andere manier hebben om hun schade op Tyco te verhalen als de class niet wordt gecertificeerd. Hoewel de equity holders er mogelijk belang bij hebben om te voorkomen dat de non-equity holders schadevergoeding verkrijgen van Tyco, kan een subgroep van leden van de class niet verhinderen dat de overige leden van de class de procedure doorzetten. Hoogstens kan de subgroep gerechtigd zijn tot alternatieve oplossingen, zoals (i) de keuze voor andere class-vertegenwoordigers, (ii) een herdefiniëring van de class waarbij de subgroep wordt uitgesloten, of (iii) een *opt-out*.

Een keuze voor andere class-vertegenwoordigers is volgens de rechter geen oplossing voor het equity conflict, omdat het gebaseerd is op een vermeend belangenconflict tussen twee substantiële subgroepen beleggers in plaats van tussen de class-vertegenwoordigers en de rest van de class. Niemand zou dan een class kunnen vertegenwoordigen die zowel equity als non-equity holders omvat.

Het herdefiniëren van de class waarbij equity holders worden uitgesloten is om twee redenen problematisch. Ten eerste behouden equity holders een belang bij het verhalen van hun schade op Tyco zelfs als het equity conflict opgaat, zodat onduidelijk is hoe equity holders erbij gebaat zouden kunnen zijn als ze geen onderdeel van de class zouden vormen. Daarnaast zou uitsluiting van de equity holders weliswaar tot gevolg hebben dat de lead plaintiffs worden bevrijd van het equity conflict, maar dit geschiedt dan door equity holders hun recht te ontnemen op

130 In *Re Tyco International, Ltd.*, 236 F.R.D. 62 (D.N.H. 2006).

131 Indien een belegger dus 1% houdt van het kapitaal, zal het equity conflict hem als aandeelhouder slechts 1 cent kosten per dollar die hij ontvangt als lid van de class. Anders gezegd loopt het belang van de belegger dus parallel met de belangen van de *lead plaintiffs*.

grond van regel 23 van de Federal Rules of Civil Procedure individueel te besluiten of ze al dan niet onderdeel willen uitmaken van de class.

Equity holders staan andere middelen ten dienste om het conflict het hoofd te bieden. Een equity holder kan namelijk een non equity holder worden door genoeg aandelen te verkopen. Daarnaast kunnen equity holders die vrezen dat de class-vertegenwoordigers zich te weinig op de andere mogelijke aansprakelijke partijen naast Tyco zullen richten verzoeken een subclass van equity holders te certificeren. Ten slotte kunnen equity holders gebruik maken van hun opt-out recht. Gelet op deze mogelijkheden kunnen equity holders die onderdeel van de class blijven uitmaken nadat ze op de hoogte zijn gesteld van het mogelijke conflict niet klagen over een gebrek aan adequate vertegenwoordiging door de lead plaintiffs.

Nederlands recht

In hoeverre is bovenstaande analyse van belang indien collectief schadeverhaal naar Nederlands recht mogelijk wordt? De Nederlandse rechter heeft de mogelijkheid om vragen omtrent aansprakelijkheid en schade(begroting) te splitsen, door middel van verwijzing naar een schadestaatprocedure (art. 612 e.v. Rv).¹³² Complicaties ter zake van de schadebegroting maken een collectieve actie dus – evenals in het Amerikaanse recht – niet onmogelijk. Interessanter is echter de vraag wat de gevolgen zijn van de hierboven geschetste vormen van ongelijksoortigheid voor de schadefase.

Het enkele feit dat een belangenorganisatie opkomt voor de belangen van houders van verschillende typen effecten lijkt mij collectief schadeverhaal niet onmogelijk te maken wegens ongelijksoortigheid van belangen ter zake van hun schade. Zo kan het vaststellen van de onzuiverheid in de beurskoers van de verschillende typen effecten een gemeenschappelijke kwestie zijn, althans een kwestie waarbij de belangen niet conflicteren. In een collectieve actie tot schadeverhaal kan een belangenorganisatie naar mijn oordeel in beginsel dan ook opkomen voor de belangen van houders van verschillende soorten effecten.

De wettelijke grondslagen voor buitencontractuele aansprakelijkheid kennen geen specifieke schadebegrotingsmaatstaf. Naar Nederlands recht doet zich derhalve niet de vraag voor hoe moet worden omgegaan met onderlinge verschillen in de mogelijkheid om zich op een bepaalde grondslag te beroepen¹³³, althans ter zake van de wijze van schadebegroting.

Hoe moet worden geoordeeld over de gesignaleerde belangenconflicten bij het vaststellen van het verloop van de werkelijke prijslijn en hypothetische prijslijn tussen (i) beleggers die effecten hebben gekocht en behouden tot het moment waarop de waarheid bekend werd (een retention buyer), en (ii) beleggers die de (in de periode van de misleiding) aangekochte effecten hebben verkocht voordat de waarheid bekend werd (de in-and-out buyer)? Dit probleem is in beginsel te

¹³² Zie Oranje 2005, p. 296.

¹³³ Ik denk bijvoorbeeld aan het geval dat in geval van een misleidend prospectus slechts particuliere beleggers een beroep kunnen doen op de Wet oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193a–193j BW).

omzeilen indien wordt aangenomen dat geen schadevergoeding kan worden verkregen op effecten die zijn verkocht vóór bekendwording van de waarheid (§ 4.5.3). In bijzondere gevallen kunnen zich nog belangenconflicten voordoen (zie ook § 6.3.3). In de eerste plaats indien er sprake was van meerdere (partiële) disclosures, waarbij de onzuiverheid stapsgewijs uit de beurskoers verdween. Beleggers die na een partiële disclosure verkochten (maar vóór volledige disclosure), hebben een belang dat spiegelbeeldig is aan dat van beleggers die op dat moment kochten (verkopende beleggers hebben belang bij een op dat moment lage kunstmatige inflatie, kopende beleggers bij een hoge). Ook is er nog een potentieel belangenconflict als de kunstmatige inflatie toenam in het tijdvak van de misleiding. Op tussentijds verkochte effecten kan dan namelijk een voordeel in de zin van art. 6:100 BW zijn behaald dat mogelijk verrekend moet worden met de geleden schade op effecten die wel werden aangehouden tot na bekendwording van de waarheid. De tussentijds verkopende beleggers zullen ten aanzien van de aan te tonen omvang van de kunstmatige inflatie op het verkoopmoment een belang hebben dat spiegelbeeldig is aan het belang van beleggers die op dat moment kochten (verkopende beleggers hebben belang bij een op dat moment lage kunstmatige inflatie, kopende bij een hoge). Wellicht zou de Nederlandse rechter oordelen dat de genoemde belangentegenstellingen ten aanzien van de plaatsing van de hypothetische prijslijn in deze bijzondere gevallen overkomelijk zijn. De hypothetische prijslijn wordt geschat op basis van publiekelijk beschikbare gegevens¹³⁴ en met behulp van econometrische technieken, die waarborgen bieden tegen manipulatie van de data (vgl. § 6.3.3).¹³⁵ Voor zover de rechter echter de ongelijksoortigheid van belangen toch bezwaarlijk vindt, heeft hij zonder daartoe strekkende bepaling niet de mogelijkheid om zoals in het Amerikaanse recht subclasses te creëren. Hij zal dan de vordering van de belangenorganisatie niet-ontvankelijk moeten verklaren, althans de vordering moeten afwijzen voor zover deze betrekking heeft op beleggers die effecten hebben verkocht in het tijdvak waarin de koers op een onzuiver hoog niveau stond. Een andere belangenorganisatie kan dan opkomen voor de belangen van deze beleggers.

Hoe te denken over het *'equity conflict'*? Equity holders zouden door een uitgekeerde schadevergoeding meer verliezen als aandeelhouders (door de koersdaling die het (waarschijnlijke) gevolg is van de uitgekeerde schadevergoeding) dan dat zij zullen winnen als leden van de class. In het Amerikaanse recht werd aangevoerd dat de lead plaintiffs als non-equity holders niet met dit probleem worden geconfronteerd aangezien zij geen effecten meer houden. Een belangenorganisatie zal naar Nederlands recht geen *eigen* vordering instellen. Daarom is slechts de vraag aan de orde of de

134 Zie *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261, (5th Cir. 2007) ("Little discovery from defendants is demanded by the fraud-on-the-market regimen. Its "proof" is drawn from public data and public filings, as in this case. It is largely an empirical judgment".)

135 In re *LTV Securities Litigation*, 88 F.R.D. 134 (N.D. Tex. 1980) ("Significantly, available techniques of proof such as econometric modeling are sufficiently demanding of internal consistency as to reduce the opportunity for such manipulation of data.")

belangen van equity en non-equity holders door één belangenorganisatie kunnen worden behartigd. De overwegingen van de Amerikaanse rechter van de Tyco-zaak lijken mij ook voor het (toekomstige) Nederlands recht heel relevant. Terecht merkt de rechter op dat de financiële belangen van beide groepen beleggers wel degelijk (voldoende) parallel lopen, omdat een eventuele koersdaling door het uitbetalen van schadevergoeding voor rekening komt van *alle* huidige aandeelhouders van Tyco. Afwijzing van de vordering voor zover deze ziet op de equity holders is niet in hun belang. Verder merkt de Amerikaanse rechter terecht op dat door genoeg effecten te verkopen de equity holder een non equity holder kan worden. Ik zie ook geen belangenconflict in het feit dat de equity holders vooral andere partijen dan de uitgevende instelling zelf zullen willen aanspreken. Het lijkt mij dat de belangenorganisatie hiermee rekening kan houden, door ook deze partijen te dagvaarden. De non-equity holders worden niet benadeeld door een strategie die mede gericht is andere partijen dan de uitgevende instelling. Voor zover andere partijen dan de uitgevende instellingen worden aangesproken, doet het probleem zich overigens niet voor.

Hierboven werd vermeld dat de berekening van de schade van individuele beleggers in de Amerikaanse rechtspraak wordt gezien als een mechanische taak, nadat de onzuiverheid in de beurskoers vast staat. Deze conclusie kan voor het Nederlandse recht niet zo eenvoudig worden overgenomen. Het hangt af van het antwoord op de vraag hoe streng de rechter vasthoudt aan het uitgangspunt dat de *werkelijk* geleden schade moet worden vergoed. In hoofdstuk 4 en 5 zijn vele verschillende manieren geïllustreerd waarop de schade zou moeten worden bepaald en bewezen, afhankelijk van de wijze waarop de belegger zonder de misleiding (vermoedelijk) zou hebben gehandeld. Indien de rechter hier geïndividualiseerd bewijs zou vereisen, zouden individuele vervolgprocedures nodig zijn. Vanuit het oogpunt van een efficiënte rechtsbedeling is dit eigenlijk niet wenselijk. In de eerste plaats wordt de rechtens vergoedbare schade mijns inziens in alle gevallen op dezelfde manier begrensd door de onzuiverheid in de beurskoers (§ 4.5.3 en § 4.5.4). Daarnaast zullen de kosten die moeten worden gemaakt om te achterhalen hoe de belegger heeft en (vermoedelijk) zou hebben gehandeld soms disproportioneel zijn ten opzichte van de daarmee te bereiken winst in nauwkeurigheid van de schadebegroting. Niettemin kan worden betwijfeld of de rechter zijn vrijheid op grond van art. 6:97 BW naar geldend recht al kan gebruiken om de wijze van schadebegroting/-schatting te standaardiseren. Het uitgangspunt dat (slechts) de werkelijk geleden schade wordt vergoed, wordt hierdoor gerelativeerd. De wetgever zou een uniforme schadebegrotingsmaatstaf kunnen formuleren. Ik zou mij verder kunnen voorstellen dat het wenselijk is om bij het toestaan van collectief schadeverhaal enkele bijzondere wettelijke regels in te voeren, die voorzien in een vereenvoudigde vervolgprocedure.¹³⁶ Overigens dient bij het voorgaande te worden

136 Indien dit niet wenselijk wordt geacht, zou nog kunnen worden gedacht aan het instellen van een nieuwe 'vliegende brigade' binnen de rechterlijke macht.

bedacht dat in de praktijk veelal een schikking zal worden getroffen indien de onzuiverheid van de beurskoers eenmaal is komen vast te staan, omdat gedaagden niet met de kosten van vele vervolgpcedures willen worden geconfronteerd.

b. De omvang van de totale schade; trading models

Indien collectief schadeverhaal is toegestaan, kan de Nederlandse rechter worden geconfronteerd met de vraag of een *trading model* voor de begroting van de totale schade toelaatbaar is. Het beeld in de Amerikaanse lagere rechtspraak ten aanzien van de toelaatbaarheid van trading models voor het bewijs van de schade in een bodemprocedure is gemengd (§ 6.4.2.f). Ik ben geneigd om te oordelen dat de Nederlandse rechter in een bodemprocedure in beginsel geen totaalbedrag moet toewijzen aan een onbekende groep beleggers op basis van een trading model. De betrouwbaarheid van trading-modellen – hoe geavanceerd ook – laat te wensen over. Zij zijn vooral nuttig bij de voorbereiding van het proces, schikkingsonderhandelingen, *mediation* en de beoordeling van de redelijkheid van een vergoeding bij collectieve schikkingen (zie over dit laatste § 6.4.2.g). Het is te verkiezen dat de rechter in een bodemprocedure volstaat met het vaststellen van de omvang van de kunstmatige inflatie (c.q. deflatie) in de beurskoers voor de relevante periode van de misleiding. De beleggers dienen dan vervolgens individueel bewijs aan te dragen voor het geldend maken van hun claims.¹³⁷ Een belangrijke vraag is of hiervoor nieuwe, afzonderlijke gerechtelijke (mini)procedures nodig zijn, of dat dit via een *claims administration process* kan geschieden. De Amerikaanse lagere rechter heeft geoordeeld dat de jury per handelsdag een schadebedrag per aandeel kan bepalen, en vervolgens het claims administration process kan worden gebruikt. Het is niet zeker of deze aanpak naar Nederlands recht kan worden gevolgd, omdat zoals ik hierboven opmerkte niet zeker is of de begroting van de schade van individuele beleggers kan worden gezien als een mechanische taak (§ 6.5.4.a). Indien voor de schadebegroting meer vereist is dan aan- en verkoopgegevens, dan zijn individuele vervolgpcedures nodig.

c. Eigen schuld

Amerikaans recht

In het Amerikaanse recht wordt eventuele eigen schuld aan de zijde van de belegger geabsorbeerd in het vereiste van *reliance*. Via de bewijsvermoedens op grond van de uitspraak *Affiliated Ute* of de in *Basic v. Levinson* geformuleerde *fraud-on-the-market*-theorie, is het niet langer aan beleggers om aan te bewijzen dat zij op de berichtgeving hebben vertrouwd, direct of indirect (via de zuiverheid van de beurskoers). Gedaagden zullen moeten aantonen dat beleggers *niet* hebben vertrouwd op de

¹³⁷ Een nadeel is dat de aansprakelijke partij door het veroordelende vonnis niet weet hoeveel de totale uit te keren schadevergoeding zal bedragen. Naar mijn oordeel kan een trading model echter de onzekerheid hierover grotendeels wegnemen.

zuiverheid van de beurskoers. Dit bewijs is zeer moeilijk te leveren. Mij zijn geen zaken bekend waarin de gedaagde partij is geslaagd in het leveren van tegenbewijs. Alleen ter zake van short sellers is in de rechtspraak een enkele keer geoordeeld dat zij niet vertrouwen op de zuiverheid van de beurskoers, maar deze conclusie is mijns inziens onjuist. In een meer recente uitspraak is terecht geoordeeld dat ook short sellers in beginsel kunnen profiteren van het vermoeden dat zij op de zuiverheid van de beurskoers hebben vertrouwd (§ 6.5.2.a). Het enkele feit dat een belegger een shortpositie innam, levert dus geen weerlegging van het vermoeden op.

In de Amerikaanse rechtspraak ter zake van securities class actions worden factoren als de professionaliteit van beleggers, de mate van geïnformeerdheid, de zorgvuldigheid bij het nemen van de beleggingsbeslissing niet genoemd. Dit houdt mogelijk verband met het feit dat als schade wordt gevorderd die gerelateerd is aan de door de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers, deze factoren in beginsel geen rol meer spelen. De gehele markt is op het verkeerde been gezet, zowel professionele, deskundige beleggers als particuliere beleggers. Andere mogelijke verklaringen zijn dat deze factoren worden ondergebracht bij de reliance-eis, of dat in ongeveer 90%¹³⁸ van de gevallen wordt geschikt nadat certification van de class is toegestaan (zodat het niet meer tot een beoordeling van individuele kwesties komt).

Nederlands recht

Als de belangenorganisatie aanvoert dat de beleggingstransacties zonder de misleiding niet zouden zijn verricht, gebruik makend van een voorshands bewijsvermoeden, kunnen gedaagden trachten aan te voeren dat *bepaalde* beleggers ten onrechte op de misleidende informatie zijn afgegaan, gelet op hun deskundigheid en ervaring. Dit is een potentiële belemmering voor de collectieve afwikkeling. Indien echter schadevergoeding wordt gevorderd op basis van de onzuiverheid in de beurskoers, is er naar mijn oordeel materieel weinig ruimte voor een eigen schuldverweer. Ook de meest deskundige beleggers – die met hun handel invloed uitoefenen op de marktprijs – zijn dan immers afgegaan op de informatie.

Indien de belangenorganisatie aanvoert dat de beleggingstransacties tegen een gunstigere marktprijs tot stand zou zijn gekomen, kan relevant zijn of er sprake is van eigen schuld indien een belegger niet direct of indirect (via een tussenpersoon of berichten in de media) op de misleidende passages is afgegaan bij zijn beleggingsbeslissing. Dit zou aanleiding kunnen geven tot de behandeling van vragen met betrekking tot individuele beleggers, hetgeen collectief schadeverhaal verhindert. De Hoge Raad lijkt overigens deze vragen onder te brengen bij het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.¹³⁹

¹³⁸ In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 17 nt. 20 (1st Cir. 2005).

¹³⁹ Zie HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11. Het ging hier om prospectusaansprakelijkheid, maar waarschijnlijk geldt hetzelfde voor schending van andere informatieverplichtingen.

Verweerders kunnen voorts trachten te betogen dat extra schade door paniek-verkopen niet geheel voor vergoeding in aanmerking komt, of het deel van de kunstmatige inflatie c.q. deflatie dat een luchtbel (*bubble*) weerspiegelt niet voor vergoeding in aanmerking komt.

De schadebeperkingsplicht is mijns inziens niet van toepassing, ook niet als de waarheid stapsgewijs bekend wordt (§ 4.6.3). Dit heeft tot gevolg dat niet in een individuele procedure hoeft te worden vastgesteld of de concrete belegger zijn effecten had moeten verkopen. Er is dus in dit opzicht geen hindernis voor de collectieve afwikkeling van beleggingsschade.

Geconcludeerd kan worden dat het eigen schuld-verweer problematisch is bij collectief schadeverhaal in misleidingszaken. De vragen die hier opkomen, kunnen slechts in individuele vervolprocedures worden beantwoord. Erg efficiënt is dit evenwel niet, omdat het verweer van gedaagden naar mijn oordeel doorgaans niet zal slagen, terwijl zij kosten maken bij iedere procedure. Ook eisers zullen kosten moeten maken. Daarnaast wordt het rechterlijk apparaat belast. Ik zou mij dus kunnen voorstellen dat het wenselijk is om bij het toestaan van collectief schadeverhaal enkele bijzondere wettelijke regels in te voeren, die voorzien in een vereenvoudigde vervolprocedure.¹⁴⁰

6.5.5 De wenselijkheid van collectief schadeverhaal

a. Veelheid aan juridisch-technische complicaties?

Hoe moet op basis van voorgaande paragrafen worden geoordeeld over de in de parlementaire geschiedenis verwoorde vrees voor een veelheid aan juridisch-technische complicaties?

Naar mijn oordeel blijkt uit bovenstaande analyse dat een procedure tot collectief schadeverhaal in misleidingszaken op zichzelf niet hoeft te worden gevreesd. Wel is de Nederlandse rechter bij het simpelweg schrappen van art. 3:305a lid 3 BW waarschijnlijk onvoldoende geëquipeerd om een collectieve actie tot schadevergoeding in goede banen te leiden. De Amerikaanse rechter beschikt met het oog op class actions over een aantal procedurele bevoegdheden die de Nederlandse rechter niet heeft. Daarbij denk ik aan de bevoegdheden genoemd in rule 23 Federal Rules of Civil Procedure, op grond waarvan een *class* kan worden gecertificeerd en geboetseerd tot aan het eindvonnis, de class action kan worden beperkt tot bepaalde kwesties, en de class kan worden onderverdeeld in subclasses. Door middel van deze bevoegdheden is de Amerikaanse rechter beter dan de Nederlandse rechter in staat om rekening te houden met de ongelijksoortigheid van belangen en potentiële belangenconflicten. De Nederlandse rechter kan bij onvoldoende gelijksoortigheid de vordering slechts afwijzen. Daarnaast heeft het instellen van een collectieve actie geen schorsende werking voor lopende individuele procedures. Het rechtssysteem

¹⁴⁰ Indien dit niet wenselijk wordt geacht, zou nog kunnen worden gedacht aan het instellen van een nieuwe en permanente ‘vliegende brigade’ binnen de rechterlijke macht.

zou hierdoor alsnog (kunnen) worden belast met allerlei individuele procedures. Een zwakte van art. 3:305a BW is verder dat allerlei belangenorganisaties onafhankelijk van elkaar acties tegelijk kunnen instellen. Samenloop van meerdere collectieve acties werkt kostenverhogend en vergt nodeloos extra tijd van de rechterlijke macht. Het kan leiden tot tegenstrijdige uitspraken.¹⁴¹ Voorts kan het zorgen voor verwarring bij gelaedeerden omtrent de vraag bij welk initiatief ze zich moeten aansluiten. Ook kunnen gelukszoekers worden aangetrokken die hopen daar zelf beter van te worden. Ten slotte is de kwaliteit van de initiatieven niet altijd gewaarborgd.¹⁴² In geval van collectief schadeverhaal wordt deze problematiek waarschijnlijk alleen maar uitvergroet, omdat de financiële belangen groter worden. Vereist lijkt een door de rechter af te dwingen consolidatiemechanisme om wanordelijke praktijken tegen te gaan.¹⁴³ Zoals in de Verenigde Staten een of meer geschikte lead plaintiffs moeten worden aangewezen die de belangen van de gedupeerde beleggers gaan behartigen, zullen naar Nederlands recht een of meer representatieve belangenorganisaties moeten worden aangewezen die de collectieve actie mogen voeren.¹⁴⁴ Nader procesrechtelijk onderzoek is vereist ten aanzien van de vraag hoe de procedure voor selectie van een geschikte belangenbehartiger moet worden vormgegeven.

Hierboven is gebleken dat in een procedure tot collectief schadeverhaal het bepalen van de omvang van de vergoedingsplicht per belegger problematisch is, omdat dit een beoordeling van individuele omstandigheden vergt. In zoverre zijn er grenzen aan de mogelijkheid om beleggingsschade collectief af te wikkelen, ook bij schrapping van het verbod van art. 3:305a lid 3 BW. Waar de grens ligt is afhankelijk van de wijze waarop de rechter omgaat met verweren tegen een voorshands vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, de schade bereid is te begroten (d.w.z. de mate van standaardisering die hij bereid is te aanvaarden), alsmede van de ruimte die hij biedt voor een eigenschuldverweer. Voor zover over deze kwesties tussen partijen verdeeldheid bestaat, kan niet worden volstaan met een *claims administration* procedure (afwikkeling van claims door een *claims administrator*, een onafhankelijke derde partij). Dan zullen individuele vervolgpcedures vereist zijn, omdat het procedurele middel van de

141 Volgens Lemstra 2009, p. 39, moet het risico op tegenstrijdige uitspraken niet worden overschat, aangezien een uitspraak in de ene collectieve actie geen bindende werking heeft in de zaak van de andere collectieve actie.

142 Zie voor deze argumenten Croiset van Uchelen e.a. 2007, p. 2623. Zie voorts Cornegoor 2009, p. 27 die een wettelijke voorrangsregeling wenselijk acht, en opmerkt dat concurrerende vorderingen van verschillende belangenorganisaties kunnen leiden tot het oordeel dat de belangen onvoldoende gelijksoortig zijn. Lemstra 2009, p. 39-40 merkt op dat het fenomeen van elkaar beconcurrerende belangenorganisaties in de afgelopen jaren geen onoverkomelijke problemen heeft opgeleverd.

143 Adler & Lunsingh Scheurleer 2009, p. 169 opperen de suggestie van een gespecialiseerde rechter met ruime bevoegdheden om concurrerende collectieve acties te voegen.

144 In de Verenigde Staten wordt voor de selectie van de lead plaintiff vooral gekeken naar het antwoord op de vraag wie het grootste financiële belang heeft (s.21D(a)(3)(B) Securities Exchange Act 1934). Een belangenorganisatie heeft in beginsel geen eigen financieel belang, dus zal een ander criterium moeten worden gevonden om de kwaliteit van de belangenbehartiging te verzekeren.

collectieve actie in beginsel geen afbreuk kan doen aan het materiële recht.¹⁴⁵ Dit neemt niet weg dat de vervolgprocedures inhoudelijk niet veel om het lijf zullen hebben, als de onzuiverheid in de beurskoers eenmaal is vastgesteld. Gedaagden zullen vermoedelijk er niet in slagen een eigen-schuldverweer voldoende aannemelijk te maken, en eisers hoeven niet veel meer te doen dan een transactieoverzicht te verschaffen en gemotiveerd te stellen hoe zij zonder de onrechtmatige gedraging vermoedelijk zouden hebben gehandeld.

De wenselijkheid van collectief schadeverhaal kan niet alleen worden beoordeeld door te kijken naar de te verwachten juridisch-technische complicaties bij het vaststellen van de omvang van de vergoedingsplicht. Uiteraard zijn er zulke complicaties, maar daar staan mogelijke voordelen tegenover voor beleggers, gedaagden en de maatschappij als geheel ten opzichte van de huidige situatie. Een volledige en grondige evaluatie van de voor- en nadelen buiten het bestek van dit onderzoek. Ik volsta hieronder met enkele opmerkingen over de bijzondere aspecten van collectief schadeverhaal in geval van beleggingsschade.

b. Collectief schadeverhaal en de compensatiedoelstelling

In het algemeen kan de mogelijkheid van collectief schadeverhaal bijdragen aan de compensatiedoelstelling van het aansprakelijkheidsrecht. Benadeelden kunnen immers eenvoudiger gezamenlijk hun recht halen en hebben een stok achter de deur bij onderhandelingen over een schikking. Zij zullen sneller en vollediger worden gecompenseerd dan in de situatie dat collectief schadeverhaal niet mogelijk is. Een collectieve actie zal vaak de enige mogelijkheid zijn om schadevergoeding te krijgen, gelet op de kleine omvang van de gemiddelde claim. Kroeze heeft voorts opgemerkt dat schrapping van art. 3:305a lid 3 BW tot gevolg heeft dat de rechtsongelijkheid tussen Nederlandse en Amerikaanse beleggers van een Nederlandse beursvennootschap wordt opgeheven.¹⁴⁶ Beleggers die effecten in een Nederlandse vennootschap verkrijgen via de Amerikaanse effectenbeurs, kunnen deelnemen aan een Amerikaanse damages class action. Beleggers die effecten verkrijgen via de beurs in Amsterdam, kunnen echter slechts onder bepaalde omstandigheden deelnemen aan een Amerikaanse damages class action.¹⁴⁷ Deze

145 Kroeze 2007, p. 79 schrijft dat de collectieve actie confectierecht is, waarbij de omstandigheden van het individuele geval noodgedwongen een meer onderschikte rol spelen. Er zijn echter steeds individuele vervolgprocedures nodig voor zover schadevergoeding wordt gevorderd, omdat de schade zoveel mogelijk concreet wordt bepaald en de gedaagden geen eigen-schuldverweer kan worden ontzegd. Van confectierecht is wel sprake bij een collectieve schikking, waarbij met schadecategorieën wordt gewerkt.

146 Kroeze 2007, p. 83–84.

147 Binnenkort zal de Supreme Court zich uitlaten over de rechtsmacht ter zake van claims van niet-Amerikaanse beleggers die op een niet-Amerikaanse beurs hebben gekocht in een niet-Amerikaanse vennootschap ("Foreign-cubed" cases). De Supreme Court heeft certiorari verleend in de zaak *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*, 547 F.3d 167 (2nd Cir. 2008). Zie ook Buxbaum 2007.

ongelijkheid tussen beleggers in dezelfde Nederlandse vennootschap is uiteraard ongewenst.

In hoeverre wordt de compensatiedoelstelling in de Amerikaanse praktijk ook gerealiseerd in geval van schade door misleiding op de effectenmarkt? Uit statistieken blijkt dat de compensatie als percentage van de verliezen door de koersdaling vaak klein is.¹⁴⁸ Dit is dan nog vóór aftrek van de volledige kosten die gedragen worden door beleggers zelf. Coffee noemt in dit verband de advocatenkosten van zowel eisers als gedaagden, de verzekeringspremies van de aansprakelijkheidsverzekering voor *directors* en *officers*, en de mogelijke kosten van ontsparing van de onderneming, stigmatisering en negatieve publiciteit.¹⁴⁹ Deze gecombineerde kosten kunnen het totale bedrag aan schadevergoeding volgens hem benaderen en zelfs overschrijden.

In het licht van de compensatiedoelstelling is er ook een complicatie die kan worden omschreven als een probleem van circulariteit.¹⁵⁰ De schadevergoeding wordt in de Amerikaanse praktijk doorgaans betaald door de uitgevende instelling, althans haar aansprakelijkheidsverzekeraar (en via verzekeringspremies dus alsnog door de uitgevende instelling).¹⁵¹ Maar een uitkering aan gedupeerde beleggers die ten laste komt van de uitgevende instelling, komt vanuit economisch perspectief voor rekening van 'onschuldige' huidige aandeelhouders, omdat zij de waarde van hun aandelen zien dalen door de uitkering.¹⁵² Gedupeerde beleggers zullen vaak ook huidige aandeelhouders zijn. Er worden door middel van een securities class action dus kosten opgelegd aan aandeelhouders om dezelfde en andere aandeelhouders te compenseren, hetgeen een circulair proces is. Bedacht dient te worden dat gediversificeerde beleggers *ex ante* een even grote kans hebben om te winnen of te verliezen door een misleidende voorstelling van zaken.¹⁵³ Tegenover elke belegger die verliest door aankoop tegen een kunstmatig hoge koers, staat een belegger die een voordeel behaalt door verkoop tegen een kunstmatig hoge koers, althans in geval van misleiding op de secundaire markt.¹⁵⁴ Het *maatschappelijke* verlies als gevolg van de misleiding is daarom veel kleiner dan de optelsom van de schade van de in een concreet geval *ex post* verliezende beleggers.¹⁵⁵ Volledige schadevergoeding voor de verliezende beleggers leidt over verloop van tijd tot systematische *overcompensatie* van gediversificeerde beleggers. Als de kans om winnaar of

148 Zie Coffee 2006, p. 1545, die verwijst naar Buckberg e.a. 2005.

149 Coffee 2006, p. 1546, 1558–1559.

150 Zie bijv. Mahony 1992, p. 632; Cox 1997, p. 509; Coffee 2006, p. 1556–1566.

151 Hiervoor zijn diverse verklaringen, waarover Coffee 2006, p. 1549–1553, 1566–1570.

152 Coffee 2006, p. 1534, 1556–1566; Fox 2009, p. 280–281. Aandelenkoersen dalen doorgaans na berichtgeving dat een class action is gestart, omdat verwacht wordt dat de schikkingskosten uiteindelijk voor rekening van de aandeelhouders zullen komen, aldus Coffee 2006, p. 1537.

153 Easterbrook & Fischel 1985, p. 641.

154 Easterbrook & Fischel 1985, p. 639–640.

155 Easterbrook & Fischel 1985, p. 639–640. Volgens deze auteurs is volledige vergoeding van de schade aan de verliezende beleggers daarom geen optimale sanctie. Zie daarover ook Langevoort 1996, die voorstelt om de rechtens vergoedbare schade te begrenzen.

verliezer te zijn even groot is, zal het compenseren van de verliezen en het buiten beschouwing laten van de winsten immers overcompensatie tot gevolg hebben.¹⁵⁶ Overigens kan overcompensatie vanuit rechtseconomisch perspectief wel gewenst zijn om een optimale afschrikking te bereiken, namelijk indien de ‘pakkans’ laag is in geval van onrechtmatig handelen (zie § 6.5.5.c).¹⁵⁷ Empirisch onderzoek over de circulariteitsproblematiek is nauwelijks voorhanden, maar in een recente studie wordt geconcludeerd dat ook gediversificeerde institutionele beleggers verliezen kunnen lijden, hetgeen bezwaren van overcompensatie wat lijkt te ontkrachten.¹⁵⁸

Illustratief voor het circulariteitsprobleem is dat de schikkingen die in het Nederlandse recht zijn getroffen inzake Shell, Vedior en Numico alle ten laste komen van de vennootschap.¹⁵⁹ Het circulariteitsprobleem wordt versterkt voor zover in de Nederlandse praktijk de functionarissen van de vennootschap de financiële gevolgen van aansprakelijkheid kunnen afwentelen. Dit kan bijvoorbeeld doordat de vennootschap voor eigen rekening een schikking treft met de gedupeerden en daarbij bedingt dat afstand wordt gedaan van claims tegen haar functionarissen. Andere mogelijkheden zijn aansprakelijkheidsverzekeringen en vrijwaringen door de vennootschap.¹⁶⁰

Men zou kunnen opwerpen dat compensatie van de schade van gedupeerde beleggers door de vennootschap – en dus economisch gezien door de aandeelhouders – toch in ieder geval zorgt voor schadespreiding.¹⁶¹ Door rechtseconomen wordt aangevoerd dat schadespreiding de welvaart bevordert, omdat de schade dan minder wordt gevoeld. Naarmate de schade die een individu moet dragen namelijk groter is, gaat dat niet alleen meer ten koste van de minst belangrijke behoeften, maar ook ten koste van belangrijkere behoeften.¹⁶² Toch is het de vraag hoe sterk deze argumentatie is in het specifieke geval van misleiding van beleggers op de secundaire markt. Voor zover de claimende beleggers tevens huidige aandeelhouders zijn, is er sprake van een vestzak-broekzak-constructie. De schade wordt

156 Langevoort 1996, p. 646. Overigens neemt het voorgaande niet weg dat ongediversificeerde beleggers en beleggers die hun effecten hebben verkocht niet overgecompenseerd zullen worden bij het uitkeren van schadevergoeding, terwijl zij zonder schadevergoeding wel een ongecompenseerd verlies lijden, aldus Cox & Thomas 2009, p. 176–177.

157 Cox & Thomas 2009, p. 180.

158 Evans 2009. In een studie van Thakor, Nielsen & Gulley uit 2005 wordt geconcludeerd dat grote instituties netto geen verlies lijden of zelfs worden overgecompenseerd, maar Cox & Thomas 2009, p. 180 trekken deze conclusies in twijfel. De auteurs van de studie uit 2005 willen niet bekendmaken welke ondernemingen onderdeel uitmaakten van hun steekproef en de studie is gefinancierd door een organisatie die civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens misleiding wil uitbannen.

159 Mij is niet bekend of deze vennootschappen daarna nog een deel van het schikkingsbedrag ten laste hebben kunnen brengen van anderen.

160 Kroeze 2007, p. 87 is hier een voorstander van, omdat hij meent dat bestuurders en commissarissen die functioneel verantwoordelijk en aansprakelijk zijn (via de art. 2:139 en 2:150 BW), de financiële gevolgen van die aansprakelijkheid niet zelf hoeven te dragen, behoudens opzet of een zware schuldvariant.

161 Zie in deze zin bijvoorbeeld Kroeze 2007, p. 87–88, onder verwijzing naar Visscher 2004, p. 82.

162 Zie Visscher 2005, p. 26, 30–31.

in zoverre niet (althans minder) gespreid. Daarnaast kunnen beleggers door diversificatie van hun beleggingsportefeuille op een goedkopere manier hun blootstelling aan schade door misleiding verminderen. Hierboven werd er al op gewezen dat gediversificeerde beleggers op de secundaire markt *ex ante* een even grote kans hebben om te winnen of te verliezen door een misleidende voorstelling van zaken. Indien de vennootschap niet zou kunnen worden aangesproken, blijft dit mechanisme geldig. Voor zover schadespreiding wordt gerealiseerd door middel van compensatie van ongediversificeerde beleggers door de vennootschap¹⁶³, gaat dit gepaard met de hoge (transactie)kosten van gerechtelijke procedures. Schadespreiding is op grond van het voorgaande geen overtuigend argument om de uitgevende instelling te laten betalen.¹⁶⁴

Het circulariteitsprobleem wordt gemitigeerd als (mede)schuldige derde partijen zo veel mogelijk meebetalen aan de schikking (of schadevergoeding, als het tot een veroordeling komt).¹⁶⁵ Hierdoor wordt ook de afschrikkende werking van het aansprakelijkheidsrecht beter gediend, is de redenering. In de Amerikaanse literatuur wordt door gezaghebbende auteurs zelfs bepleit om aansprakelijkheidsclaims op grond van SEC-regel 10b–5 tegen de uitgevende instelling onmogelijk te maken, voor zover de uitgevende instelling geen effecten heeft verkocht op basis van de gegeven misleidende voorstelling van zaken.¹⁶⁶ Ik verwijs ook naar hetgeen ik hierboven heb opgemerkt ten aanzien van de wenselijkheid van limitering van aansprakelijkheid (§ 4.6.4).

c. Collectief schadeverhaal en de preventiedoelstelling

In hoeverre kan onrechtmatig gedrag beter worden afgeschrikt door het mogelijk maken van collectief schadeverhaal? Het ligt voor de hand om te veronderstellen dat een verbeterde private handhaving door collectief schadeverhaal uitgevende instellingen zal prikkelen om de markt tijdig, juist en volledig te informeren, hetgeen een goede werking van de kapitaalmarkten en een zuivere prijsvorming bevordert. Indien de compensatiedoelstelling maar in beperkte mate wordt bereikt, is de primaire rechtvaardiging voor de inzet van het aansprakelijkheidsrecht deze preventieve werking. Ook hier worden in de Amerikaanse literatuur kanttekeningen geplaatst. Zelfs als publiekrechtelijke en strafrechtelijke handhaving onvoldoende preventieve werking hebben, wordt in de Amerikaanse literatuur gesuggereerd dat

163 Op het moment dat de rechtszaak aanhangig wordt gemaakt, zullen sommige aandeelhouders van de vennootschap hun aandelen hebben verkregen voorafgaand aan de misleidende voorstelling van zaken en zodoende geen verlies hebben geleden of winst hebben gemaakt. Niet alle uitstaande aandelen zullen dus zijn verhandeld tegen een kunstmatige prijs. Daarom zal het betalen van schadevergoeding de verliezen van de gedupeerde beleggers spreiden over de houders van alle uitstaande aandelen. Het aantal uitstaande aandelen overschrijdt het aantal aandelen waarop schade is geleden. Zie Fox 2009a, p. 280.

164 Zie Fox 2009a, p. 280.

165 Zie voor voorstellen in die richting Coffee 2006, p. 1572 e.v.

166 Coffee 2006, p. 1582–1583; Fox 2009a.

securities class actions er niet in slagen om fraude te voorkomen.¹⁶⁷ Hierboven werd al geconstateerd dat in de meeste rechtszaken de uitgevende instelling (of haar aansprakelijkheidsverzekeraar) uiteindelijk opdraait voor de kosten, in plaats van haar functionarissen.¹⁶⁸ Het is daarom de vraag of functionarissen optimale prikkels krijgen om af te zien van onrechtmatig handelen.¹⁶⁹ Voor zover al een optimaal niveau van afschrikking kan worden bereikt met aansprakelijkheid van de uitgevende instelling, wordt in de literatuur betoogd dat dit niveau effectiever en goedkoper kan worden bereikt door de functionarissen direct aan te spreken.¹⁷⁰ In de Amerikaanse praktijk is de preventieve werking verder gering voor kleine beursvennootschappen, omdat zij minder snel worden gedagvaard vanwege de kleinere beloning die voor advocaten in het verschiet ligt.¹⁷¹

In de literatuur worden diverse voorstellen gedaan om de preventieve werking van de securities class action te verbeteren, welke erop zijn gericht te zorgen dat de uitgevende instelling een minder groot aandeel gaat betalen, en de schuldige functionarissen en andere derden een groter aandeel.¹⁷² Een kanttekening bij dit soort voorstellen is dat aansprakelijkheidsrisico's bestuurders overmatig voorzichtig kunnen maken.¹⁷³ Een rechtseconomische rechtvaardiging voor aansprakelijkheidsregels is dat verliezen worden verplaatst naar degenen die het beste in staat zijn deze te spreiden. Het verplaatsen van risico naar minder risico-averse personen resulteert in een welvaartswinst. De vennootschap met rechtspersoonlijkheid is juist ontworpen om risico weg te verplaatsen van bestuurders naar kapitaalverschaffers. De kapitaalverschaffers hebben een comparatief voordeel als risicodragers, omdat zij kunnen diversificeren.¹⁷⁴ Bestuurders die niet kunnen

167 Case note bij *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, *Harvard Law Review* 2008, p. 896–897.

168 Coffee 2006, p. 1534, 1556–66. Zie ook Johnson e.a., p. 783–84 die opmerken dat de prikkels van het management om snel te schikken ter vermijding van persoonlijke aansprakelijkheid de preventieve werking van het effectenaansprakelijkheidsrecht ondergraven. Alexander 1996, p. 1499 merkt op dat individuele gedaagden vrijwel nooit bijdragen aan schikkingen; Cox & Thomas 2005, p. 512 constateren dat 96% van de schikkingen binnen de verzekeringsdekking vallen, waarbij de verzekeringsdekking vaak de enige geldbron is.

169 Case note bij *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, *Harvard Law Review* 2008, p. 897. Overigens zullen zij onrechtmatig handelen wel willen vermijden, zodat de vennootschap geen verliezen lijdt door het betalen van schadevergoeding. Dit is niet anders dan bij andere grote kostenposten voor de vennootschap. Zie Fox 2009a, p. 281.

170 Fox 2009a, p. 281.

171 Coffee 2006, p. 1544.

172 Zie Coffee 2006, p. 1573–1584 voor diverse voorstellen. Kort gezegd gaat het om het immuun maken van de uitgevende instelling voor claims op basis van SEC-regel 10b-5, dan wel het aansprakelijk houden van de uitgevende instelling voor een proportioneel deel van de schadevergoeding of het schikkingsbedrag, en het beter vormgeven van verzekeringscontracten en de beloningsstructuur van advocaten (bijvoorbeeld een hoger vergoedingspercentage voor zover de bijdrage aan het schikkingsbedrag afkomstig is van anderen dan de uitgevende instelling).

173 Zie over de onwenselijkheid hiervan Kroeze 2006.

174 Easterbrook & Fischel 1985, p. 640–641.

diversificeren, zullen overmatig voorzichtig gaan handelen, hetgeen ongewenst is. De aansprakelijkheidsrisico's zullen ook (kunnen) leiden tot hogere salarissen. Indien het recht namelijk verplaatsing van het risico onmogelijk maakt (bijvoorbeeld door vrijwaring te verbieden), zal dit een verandering in relatieve prijzen tot gevolg hebben, anders gezegd, functionarissen zullen een hoger salaris eisen ter compensatie van het hogere risico.¹⁷⁵

d. Misbruikgevaar

In de Verenigde Staten wordt door ondernemingen, hun advocaten en academici vaak geklaagd dat securities class actions disproportioneel bijdragen aan frivool claimedrag en daarbij de welvaart van aandeelhouders gemiddeld genomen verlagen. De Supreme Court verwoordt het aldus dat “*litigation under Rule 10b-5 presents a danger of vexatiousness different in degree and in kind from that which accompanies litigation in general.*”¹⁷⁶ Zelfs zwakke zaken hebben volgens de Supreme Court kans om te schikken, omdat “[t]he very pendency of the lawsuit may frustrate or delay normal business activity.”¹⁷⁷ Schikkingen in zwakke zaken kunnen ook tot stand komen uit vrees voor een verkeerde rechterlijke beslissing die zou leiden tot een schadevergoeding die een substantieel deel vormt van de waarde van de onderneming (het ‘*bet the company*’-gevaar).¹⁷⁸ Het voorgaande stimuleert zogenaamde *strike suits*, waarbij advocaten trachten een schikking af te dwingen die disproportioneel is ten opzichte van de verwachte waarde van de schadevergoeding in een uitgeprocedeerde rechtszaak, in de hoop om een percentage van het schikkingsbedrag te krijgen. In reactie op de vermoedens van en vrees voor misbruik zijn in de Verenigde Staten diverse wetgevingsinitiatieven ondernomen, zoals de Private Securities Litigation Reform Act en de Securities Litigation Uniform Standards Act. Deze wetten bevatten hervormingen ter zake van een groot aantal onderwerpen, waaronder een verzwaarde stelplicht voor eisers, nadere eisen aan de *lead plaintiff*, aanvullende regels over het honorarium van advocaten, beperkingen in de mogelijkheid voor *pretrial motions* en *discovery-procedures*, een wettelijke regeling voor de maximale schadeomvang (§ 3.3.3 en § 3.5.2). Niet duidelijk is of deze wetgevingsinitiatieven het moeilijker maken om kansloze *fraud-on-the-market*-zaken aan te brengen ten opzichte van kansrijke zaken, of dat simpelweg de drempel wordt verhoogd voor alle zaken, dus ook de kansrijke.¹⁷⁹ Voor zover het moeilijker wordt om kansrijke zaken tot een succesvol einde te brengen, wordt de preventiedoelstelling ondergraven. De reductie in de maatschappelijke kosten door een kleiner aantal

¹⁷⁵ Easterbrook & Fischel 1985, p. 640–641.

¹⁷⁶ Blue Chip Stamps, 421 U.S. 723, 737 (1975), herhaald in Merill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit, 126 S. Ct. 1503, 1510 (2006).

¹⁷⁷ Blue Chip Stamps, 421 U.S. 723, 740 (1975), herhaald in Merill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit, 126 S. Ct. 1503, 1510 (2006).

¹⁷⁸ Zie bijv. Fox 2009a, p. 292.

¹⁷⁹ Fox 2009a, p. 291.

kansloze zaken wordt dan afgeruild tegen de maatschappelijke kosten van een verminderd aantal legitieme claims.

In de literatuur is opgemerkt dat het misbruikgevaar voor de Nederlandse situatie meevalt.¹⁸⁰ Advocaten kunnen in Nederland niet procederen op basis van *contingency fees* en *no cure no pay*.¹⁸¹ In veel gevallen zullen gedupeerde beleggers daarom de belangenbehartiger moeten voorfinancieren. Verder kent het Nederlandse recht niet de *American rule*, op basis waarvan iedere partij zijn eigen proceskosten draagt. De eisende partij kan dus opdraaien voor de geliquideerde proceskosten van de aangesproken partij(en). Het procesrisico wordt hierdoor voor eisende partijen verhoogd, hetgeen het instellen van zwakke claims verder ontmoedigt. De belangenorganisatie die op grond van art. 3:305a BW procedeert zal verder in de regel goed in staat zijn om toezicht te houden op de activiteiten van de advocaat.¹⁸² Ter voorkoming van misbruik lijkt het Kroeze zinvol dat een schikking in een collectieve actie die reeds aanhangig is rechterlijke goedkeuring behoeft.¹⁸³

Naar mijn oordeel wordt er in de literatuur terecht op gewezen dat het gevaar voor misbruik in de Nederlandse situatie gering is. Ik verwacht dat als collectief schadeverhaal mogelijk wordt vooral veel zaken aanhangig zullen worden gemaakt vanwege een vermeende schending van de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Deze verplichting is immers veelomvattend (zelfs in de Verenigde Staten kent men zulk een verplichting niet) en kan gemakkelijk worden geschonden. De schikkingen inzake Vedio en Numico zijn een voorbode voor toekomstige zaken. Voor beursvennootschappen is het echter buitengewoon hinderlijk om voortdurende in collectieve rechtszaken te zijn verwickeld over effectenrechtelijke schade. Om onwenselijke situaties te voorkomen, lijken beperkende regels in het aansprakelijkheidsrecht voor schade door misleiding op de effectenmarkt het overwegen waard, in het bijzonder bij schending van de verplichting om koersgevoelige informatie openbaar te maken. Daarbij is het overigens zaak om legitieme claims niet onnodig de pas af te snijden. Ik zal in dit onderzoek niet trachten optimale aansprakelijkheidsregels te ontwerpen voor gevallen van misleiding van beleggers. Toekomstig onderzoek zal hier nader licht op moeten werpen.

e. Conclusie

De Amerikaanse ervaringen laten zien dat collectief schadeverhaal in misleidingszaken niet tot onoverkomelijke problemen leidt. Zonder aanvullende wettelijke regels lijkt schrapping van het verbod op collectief schadeverhaal (art. 3:305a lid 3 BW) echter niet aan te bevelen, omdat de rechter dan een tamelijk beperkt

180 Zie onder meer Kroeze 2007, p. 85–86.

181 Zie hierover kritisch onder meer De Jong 2005. Zie voor de rol van resultaatsafhankelijke beloning bij collectieve acties Tzankova 2007, p. 163–166.

182 Aldus Tzankova 2005, p. 117–118, 121.

183 Kroeze 2007, p. 86.

instrumentarium heeft om een collectieve actie in goede banen te leiden. Voorts zijn er ook bij collectief schadeverhaal grenzen aan de mogelijkheden om vorderingen van beleggers gezamenlijk te behandelen. Waar de grens ligt is afhankelijk van de wijze waarop de rechter (i) omgaat met verweren tegen een voorshands vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, (ii) de schade begroot (de mate van standaardisering die hij bereid is te aanvaarden), en (iii) omgaat met een eigen-schuldverweer. De welvaartswinst die in misleidingszaken ten opzichte van de huidige situatie kan worden bereikt door schrapping van art. 3:305a lid 3 BW is naar mijn oordeel bescheiden, zeker als het naar huidig recht mogelijk is voor de rechter om in een collectieve actie de onzuiverheid in de beurskoers vast te stellen. Dit laatste lijkt mij van belang voor het efficiënt afwikkelen van massaschade op het terrein van het effectenrecht.¹⁸⁴ Indien de onzuiverheid in de beurskoers eenmaal vaststaat, is het vervolgens relatief eenvoudig om te komen tot de omvang van de vergoedingsplicht per belegger. Ik verwacht dat in de praktijk dan altijd een (collectieve) schikking tot stand zal komen. Zelfs in de Verenigde Staten waar veelvuldig wordt geprocedeerd over effectenrechtelijke claims wordt het stadium waarin de rechter beslist over de omvang van de schade per effect doorgaans niet bereikt. De zaak eindigt in 90% van de gevallen in een schikking na certification van een class.¹⁸⁵ Het Nederlandse recht zou zo gezien nauwelijks onderdoen, of zelfs beter uitwerken dan het Amerikaanse recht. Ten slotte geldt dat hoewel het misbruikgevaar bij collectief schadeverhaal in het Nederlandse rechtssysteem waarschijnlijk meevalt, er vanuit de doelstellingen van compensatie en preventie verschillende kanttekeningen te plaatsen zijn bij collectief schadeverhaal in misleidingszaken.

184 Zelfs als dit niet mogelijk is, kan door middel van een aantal representatieve vorderingen een vergelijkbaar resultaat worden bereikt.

185 *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 17 nt. 20 (1st Cir. 2005).

Hoofdstuk 7

CONCLUSIES

7.1 Onderzoeksvragen

In het voorgaande is een onderzoek gedaan naar de vereisten van causaal verband en schade bij schadeclaims van beleggers wegens misleiding door beursgenoteerde uitgevende instellingen. De relevante deelvragen voor het onderhavige onderzoek zijn:

- (i) In welke omvang komt de vermogensschade die *feitelijk* het gevolg is van een misleidende voorstelling van zaken *rechtens* voor vergoeding in aanmerking?
- (ii) Hoe kan worden *bewezen* of de belegger vermogensschade heeft geleden *als gevolg van* een misleidende voorstelling van zaken, en wat de omvang is van deze schade?
- (iii) In hoeverre lenen vragen ter zake van causaliteit en schade in misleidingszaken zich voor collectieve afwikkeling?

In hoofdstuk 2 en 3 heb ik ten behoeve van beantwoording van deze vragen eerst een beknopte uiteenzetting gegeven van het geldende Nederlandse en Amerikaanse recht ter zake van de aansprakelijkheid wegens misleiding van beleggers. Tevens zijn de processuele mogelijkheden om (beleggings)schade collectief af te wikkelen besproken. De hoofdstukken 4 tot en met 6 vormen de kern van het onderzoek.

Ik ben in dit onderzoek uitgegaan van een ruim begrip misleiding. Een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap kan kort gezegd ontstaan door een misleidend prospectus, misleidende periodieke verslagen¹, niet-naleving van de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen (art. 5:25i Wft), en (onverplichte) openbaarmaking van misleidende ad-hocberichten.

7.2 Causaal verband en schadeposten

Heersende leer ter zake van de causaliteitseis is dat eerst met behulp van het *condicio sine qua non*-vereiste (csqn-vereiste) dient te worden nagegaan of de aansprakelijkheidsgrond – het onrechtmatig handelen of nalaten – de noodzakelijke voorwaarde is voor het ontstaan van de gevorderde schade. Daarbij is het criterium

¹ Gedacht kan ook nog worden aan niet-tijdige openbaarmaking van periodieke verslagen.

of de schade ook bij het wegdenken van de onrechtmatige daad zou zijn geleden. Voor vestiging van de aansprakelijkheid is dit csqn-verband in beginsel vereist. Vervolgens wordt de schade naar redelijkheid aan de schadeveroorzaker toegerekend op grond van art. 6:98 BW. Het toerekeningscriterium wordt gebruikt om vast te stellen of tussen de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust en het ontstaan van de schade juridisch causaal verband bestaat en, indien dit het geval is, om te beoordelen welke schadesoorten in welke mate voor vergoeding in aanmerking komen.

Ten aanzien van het csqn-verband in misleidingszaken heb ik twee schakels onderscheiden (§ 2.5.3.b). De eerste schakel ziet op het causale verband tussen de misleiding en de transactie(voorwaarden). Vereist is dat de beleggingstransactie zonder het onrechtmatig handelen tegen een gunstigere marktprijs tot stand zou zijn gekomen, dan wel geheel niet tot stand zou zijn gekomen (tegen de dan geldende marktprijs). Ik noem dit *transactiecausaliteit*, hetgeen een verzamelnaam is voor twee te onderscheiden modaliteiten. De tweede schakel van het csqn-verband ziet op het causale verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de gevorderde vermogensschade. De vermogensschade die een belegger feitelijk lijdt als gevolg van misleiding op de effectenmarkt, kan verschillende vormen aannemen en de belegger kan zijn vermogensschade in het processuele debat ook op verschillende manieren omschrijven. Per schadepost die de belegger opvoert zal moeten worden gezien of het csqn-verband (en toerekeningsverband) aanwezig zijn. Ik ben in het onderhavige onderzoek ingegaan op schadeposten die ik gemakshalve onder de noemer ‘koersgerelateerde’ schade vang.

7.3 Koersgerelateerde schade

7.3.1 Vermogensvergelijkingsmethode

De schade die op grond van een wettelijke verplichting tot schadevergoeding moet worden vergoed, bestaat in vermogensschade en ander nadeel, dit laatste voor zover de wet op vergoeding hiervan recht geeft (art. 6:95 BW). Dit onderzoek is beperkt tot vermogensschade van beleggers, waarbij het gaat om schade aan het vermogen in financieel-economische zin. Om vast te stellen welke vermogensschade *feitelijk* voortvloeit uit de misleiding, vergelijk ik de vermogenstoestand van de belegger zoals deze in werkelijkheid is, met de vermogenstoestand zoals die (vermoedelijk) zou zijn geweest indien de onrechtmatige gedraging niet zou hebben plaatsgevonden.² Dit is de methode van *vermogensvergelijking*. Het gaat niet om een vergelijking met de situatie zoals deze vroeger *was*, maar om een vergelijking met

2 Op basis van deze vergelijking kan worden bepaald of er schade is voortgevloeid uit de misleiding (anders gezegd, of er een csqn-verband bestaat tussen de gestelde schade en de misleiding), en wat de *omvang* is van deze schade.

de – hypothetische – situatie zoals deze zonder de misleiding *zou zijn geworden*. Uit de methode van vermogensvergelijking volgt wat de schadeomvang is, aangenomen dat er zekerheid bestaat over de hypothetische situatie die zich zou hebben voorgedaan. In deze § 7.3 (corresponderend met hoofdstuk 4) neem ik omwille van de analyse eerst aan dat zekerheid bestaat over de hypothetische situatie. Deze veronderstelling laat ik los in § 7.4 (corresponderend met hoofdstuk 5).

In de analyse lag het zwaartepunt bij de situatie dat de uitgevende instelling een te rooskleurige voorstelling van zaken heeft gegeven. De conclusies hierna zullen op dit geval zijn toegespitst. In geval van een onrechtmatig pessimistische weergave van de toestand van de vennootschap, kan een vergelijkbare analyse worden uitgevoerd (§ 4.4.2 en § 4.5.4). In dit onderzoek is de vraag welke schade *feitelijk* het gevolg is van de misleiding afzonderlijk behandeld van de vraag welke schade *rechtens* voor vergoeding in aanmerking komt.

7.3.2 De schade die feitelijk het gevolg is van de misleiding

Indien een misleidend positieve voorstelling van de toestand van de vennootschap wordt gegeven, hangt de schade die de belegger *feitelijk* lijdt af van de modaliteit van transactiecausaliteit. Ik heb een onderscheid gemaakt tussen de situatie dat (i) de aankooptransactie zonder de misleiding tegen een lagere marktprijs zou zijn verricht en (ii) de aankooptransactie zonder de misleiding in het geheel niet zou zijn verricht (tegen de dan geldende marktprijs). Omwille van de analyse neem ik hier aan dat de beurskoers door de misleiding daadwerkelijk op een kunstmatig hoog niveau stond, zodat per definitie aan één van beide modaliteiten van transactiecausaliteit is voldaan. Deze vereenvoudigende veronderstelling wordt losgelaten in § 7.4.3.a over het bewijs van de causaliteitsschakels. Het enkele feit dat een te rooskleurige voorstelling van zaken werd gegeven, impliceert immers nog niet dat ook de koers was beïnvloed.

Bij de eerstgenoemde vorm van transactiecausaliteit geldt dat als het *aantal* bij aankoop gekochte effecten als vertrekpunt wordt genomen (§ 4.4.1.b-g), de schadeomvang na bekendwording van de waarheid gelijk is aan het bedrag van de kunstmatige inflatie³ op het moment van aankoop, vermenigvuldigd met het aantal gekochte effecten.⁴ Ik heb betoogd dat op het moment van aankoop geen

3 Dit is het verschil tussen de geobserveerde beurskoers en de – lagere – hypothetische koers die zonder de misleiding tot stand zou zijn gekomen.

4 Gemakshalve is hierbij verondersteld dat het rendement bij alternatieve aanwending van het te veel betaalde bedrag (in het tijdvak van aankoop tot het moment waarop de waarheid bekend werd) gelijk is aan nul. Indien het alternatieve rendement wordt gesteld op de (spaar- of wettelijke) rente, is de feitelijke schade het in de hoofdtekst genoemde bedrag, vermenigvuldigd met $(1+r)$, waarbij r staat voor de rente. Indien voor het alternatieve rendement wordt gekeken naar een beleggingsindex, wordt de feitelijke schade gelijk aan het in de hoofdtekst genoemde bedrag, vermenigvuldigd met $(1+r_{\text{index}})$, waarbij r_{index} staat voor het rendement op de index.

vermogenschade wordt geleden als gevolg van de misleiding, maar de schade zich materialiseert in de mate waarin de kunstmatige inflatie op het moment van aankoop uit de koers verdwijnt terwijl de effecten nog door de belegger worden gehouden (en daarmee voor zijn rekening is gekomen). Indien de belegger ook effecten heeft verkocht vóórdat de kunstmatige inflatie uit de koers is verdwenen, heeft de schade zich dus geheel of gedeeltelijk niet gerealiseerd. Voor het bepalen van de omvang van het feitelijk geleden nadeel wordt dan relevant of de kunstmatige inflatie in de koers na aankoop gelijk bleef, groter of kleiner werd. Indien de kunstmatige inflatie kleiner werd tussen het moment van aankoop en (tussentijds) verkoop, materialiseert de schade op de verkochte effecten zich gedeeltelijk. Indien de kunstmatige inflatie constant bleef, wordt op de verkochte effecten geheel geen schade geleden. Indien de kunstmatige inflatie toenam, wordt op de (tussentijds) verkochte effecten geen schade geleden, maar een zelfstandig voordeel behaald. In dat geval komt de vraag op of dit voordeel moet worden verrekend met de schade op de effecten die wel worden gehouden tot het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt. Deze vraag beantwoord ik bevestigend (zie hierna ook § 7.3.4.a).

Indien bij de eerste vorm van transactiecausaliteit niet het *aantal* gekochte effecten, maar het geïnvesteerde bedrag als uitgangspunt wordt genomen (§ 4.4.1.h), kan de schade worden gezien als het bedrag dat – na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap – nodig is om het door de misleiding (netto) te gering aantal verkregen effecten alsnog te kunnen kopen. Anders gezegd gaat het om de huidige waarde van het (netto) aantal te weinig verkregen effecten, zoals gewaardeerd tegen de koers na bekendwording van de waarheid. Voor een beschrijving van deze schade in de meer vertrouwde termen van een geleden verlies en gederfde winst verwijs ik naar § 4.4.1.h. Ook in dit geval wordt op het moment van aankoop naar mijn oordeel nog geen schade geleden als gevolg van de misleiding. De schade materialiseert zich in de mate waarin de (procentuele) verandering van de werkelijke prijs na aankoop nadeliger is dan de (procentuele) verandering van de hypothetische zuivere prijs.

Indien een belegger (stelt dat hij) de effecten niet zou hebben gekocht als geen misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap was gegeven (§ 4.4.1.i), hangt de schadeomvang af van de vraag hoe de belegger het aankoopbedrag alternatief zou hebben aangewend. Indien het aankoopbedrag op een spaarrekening zou zijn blijven staan, kan het verschil tussen de aankoopprijs en de – lagere – koers van het effect na bekendwording van de waarheid worden gezien als een verlies. De gederfde spaarrente op het aankoopbedrag is gederfde winst. Denkbaar is ook dat de belegger in een ander beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd. In dat geval moet de koersontwikkeling van het desbetreffende effect worden vergeleken met de koersontwikkeling van dat beleggingsobject.

Voor bijzonderheden in geval van aankopen op de primaire markt en short selling verwijs ik naar § 4.4.1.k-l.

7.3.3 Juridisch causaal verband; schadevaststelling

a. Afgaan op de misleidende berichtgeving

In het kader van art. 6:98 BW is onderzocht hoe direct een belegger op de misleidende voorstelling van zaken moet zijn afgegaan, en wat de samenhang is met het (csqn-)vereiste van transactiecausaliteit (§ 4.5.2). Het is hierbij van belang hoe de belegger zijn vordering ter zake van de geleden schade en het causaal verband inkleedt.

Een belegger die (stelt dat hij) de effecten zonder de misleiding tegen de dan geldende lagere marktprijs had gekocht, kan transactiecausaliteit aantonen, ook al is hij niet op de misleidende passages afgegaan (maar de markt wel). Strengere eisen dienen op grond van art. 6:98 BW mijns inziens in beginsel niet te worden gesteld. Ik zie in het bijzonder geen plaats voor de eis dat de informatie een rol heeft (of zou hebben) gespeeld bij de beleggingsbeslissing, zoals door de Hoge Raad lijkt te worden aangenomen in het World Online-arrest⁵. Voldoende is dat de belegger erop vertrouwd dat de uitgevende instelling de markt tijdig, juist en volledig informeerde. Indien de belegger wist of vermoedde dat de uitgevende instelling een misleidende voorstelling van zaken gaf, is denkbaar dat rechtens geen causaal verband wordt aangenomen. Het heeft naar mijn oordeel echter de voorkeur om hier het leerstuk van de eigen schuld (art. 6:101 BW) te gebruiken, omdat daarmee een genuanceerder resultaat kan worden bereikt. Wat betreft de vraag hoe direct de belegger op de misleidende berichtgeving moet zijn afgegaan, zou ik geen onderscheid willen maken tussen de verschillende wettelijke aansprakelijkheidsgronden, of tussen transacties op de primaire of secundaire markt.

Een belegger kan ook aanvoeren dat hij de effecten zonder de onrechtmatige gedraging in het geheel niet zou hebben gekocht (tegen de dan geldende marktprijs). In dat geval zal de belegger *om het csqn-verband (transactiecausaliteit) aan te tonen* – behoudens eventuele bewijsvermoedens – in beginsel moeten aantonen dat hij direct (door eigen lezing) of indirect (via een tussenpersoon of berichten in de media) op de misleidende mededelingen is afgegaan.⁶ Indien een belegger (slechts) indirect is afgegaan op de misleidende voorstelling van zaken, staat dit aan het aannemen van juridisch causaal verband naar mijn oordeel niet in de weg. Indien de belegger op de informatie is afgegaan, is nog van belang of de belegger redelijkerwijs op de misleidende informatie *mocht* afgaan. Nadat de waarheid bekend is geworden, zal dit niet meer het geval zijn. Het causaal verband is dan verbroken.⁷

⁵ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.).

⁶ Of zou zijn afgegaan, indien het gaat om achtergehouden c.q. niet tijdig openbaar gemaakte informatie.

⁷ Het heeft mijn voorkeur om te zeggen dat de aangesproken partij dan niet langer onrechtmatig handelt jegens de beleggers die aankooptransacties verrichten nadat de waarheid bekend is geworden (relativiteitseis). Betoogd zou verder kunnen worden dat de belegger in dit geval 100% eigen schuld heeft.

b. Peildatum schadevaststelling

De peildatum voor de schadevaststelling is voor beide vormen van transactie-causaliteit in beginsel het moment van bekendwording van de waarheid. Nadien is het aanhouden of verkopen van de desbetreffende effecten te kwalificeren als een beleggingsbeslissing, waarvan de positieve of negatieve gevolgen voor rekening van de belegger moeten blijven. Een belangrijke nuancering is dat bij het begroten/schatten van de (rechtens vergoedbare) schade toch gekeken zal moeten worden naar het koersverloop nadien, om te zien of er sprake was van een overreactie waarvoor moet worden gecorrigeerd (zie hierna § 7.3.3.c). Bij stapsgewijze bekendwording van de waarheid is het koersverloop na de eerste partiële bekendwording van de waarheid nog van belang, tot aan het moment waarop de waarheid volledig bekend is. Zie over schadevaststelling nader § 4.5.3.a.

c. Omvang toerekenbare schade

Wat betreft de omvang van de toerekenbare schade is verdedigd dat aansluiting moet worden gezocht bij de door de misleidende berichtgeving veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers, onafhankelijk van de precieze wettelijke grondslag die wordt ingeroepen voor de schadeclaim, en de identiteit van de aangesproken partij (zie voor een gedetailleerde uitwerking § 4.5.3.d e.v.). Kort gezegd zal de *residuele* koersdaling na bekendwording van de waarheid een bovengrens vormen voor de maximale vergoedbare schade per effect dat nog wordt gehouden. De residuele koersdaling definieer ik als de koersdaling die het gevolg is van de bekendwording van de waarheid, gecorrigeerd voor algemeen-economische, sector-specifieke en overige bedrijfsspecifieke informatie die op hetzelfde moment bekend wordt. Op effecten die zowel werden gekocht als verkocht in het tijdvak van de misleiding, wordt naar mijn oordeel geen rechtens vergoedbare schade geleden. De reden is dat het aanhouden van effecten op basis van de dan publiekelijk beschikbare informatie (of die nu misleidend is of niet) als een beleggingsbeslissing kan worden gekwalificeerd, waarvan de gevolgen voor rekening van de belegger blijven.

Na bekendwording van de waarheid kan er sprake zijn van een overreactie, waardoor een paniekprijs tot stand komt (§ 4.5.3.f). Ik meen dat bij de schadebegroting mag worden gecorrigeerd voor het latere (residuele) koersherstel dat optreedt indien de paniek verdwijnt. De aanvankelijke (residuele) koersdaling was namelijk geen goede indicatie voor de kunstmatige inflatie in de koers op het moment van bekendwording van de waarheid. Met behulp van het geobserveerde koersherstel zal zo goed mogelijk getracht moeten worden te achterhalen wat de residuele koersdaling geweest zou zijn indien er geen paniekverkoop hadden plaatsgevonden, met andere woorden, wat werkelijk de kunstmatige inflatie was op het moment van bekendwording van de waarheid. De vraag is hoe moet worden omgegaan met effecten die werden verkocht tegen een paniekprijs, dus in de periode dat de koers nog aan het herstellen was. In dit geval is er sprake van 'extra' schade. Voor toerekening ex art. 6:98 BW pleit dat het tot-stand-komen van een paniekprijs een redelijkerwijs voorzienbaar gevolg is van bekendwording van de werkelijke

toestand van de uitgevende instelling, indien eerder een misleidende voorstelling van zaken werd gegeven.

Indien de markt fundamenteel inefficiënt was in de periode van de misleiding, kan nog de vraag worden opgeworpen in welke mate toerekening van de schade redelijk is. Ik denk aan het geval waarin er sprake was van een luchtbel in de sector waartoe het effect behoort. Interessant met het oog op de toerekening is vooral het scenario waarin de luchtbel knapt kort nadat de waarheid omtrent de misleiding bekend is geworden. Onder omstandigheden is een correctie bij de toerekening van schade dan denkbaar (zie § 4.5.3.g).

7.3.4 Vermindering van de vergoedingsplicht

a. Verrekening van voordelen

Indien dezelfde gebeurtenis naast schade tevens een voordeel heeft opgeleverd, dan moet, voor zover dit redelijk is, dit voordeel bij de vaststelling van de te vergoeden schade in rekening worden gebracht (art. 6:100 BW). Het gaat in geval van een te rooskleurige voorstelling van zaken bijvoorbeeld om verkopen tegen een kunstmatig hoge koers (§ 4.4.1.e-f en § 4.4.1.i). Het voordeel en de schade zijn mijns inziens door dezelfde gebeurtenis veroorzaakt, namelijk de misleidende voorstelling van zaken. Het is ook redelijk om de voordelen te verrekenen, aangezien ze nauw gerelateerd zijn aan en samenhangen met het geleden nadeel op tegen een te hoge prijs gekochte effecten. Ten slotte kan het niet verrekenen van voordelen resulteren in arbitraire verschillen in de omvang van de vergoedingsplicht indien de belegger gedurende het tijdvak van de misleiding meerdere malen effecten kocht en verkocht. Indien de bedoelde voordelen niet op grond van art. 6:100 BW verrekend kunnen worden met de geleden schade, dan kan verrekening dogmatisch mogelijk nog worden gebaseerd op de leer van de redelijke toerekening (art. 6:98 BW) of de relativiteitsleer.

b. Eigen schuld

Als vaststaat dat de belegger *direct* (door eigen lezing) of *indirect* (via een tussenpersoon of berichten in de media) is⁸ afgegaan op een misleidende passage, speelt in het kader van de eigen schuld de vraag of deze belegger in redelijkheid *mocht* afgaan op die misleidende passage. De indirectheid van het 'afgaan op' levert naar mijn oordeel overigens geen eigen schuld op. Als de belegger direct op de passage was afgegaan, zou dezelfde schade zijn geleden. De indirectheid is dus niet causaal voor het ontstaan van de schade. Denkbaar is voorts dat de belegger niet direct of indirect (via een tussenpersoon of berichten in de media) op de misleidende passages is afgegaan, terwijl er toch schade is geleden (als gevolg van de misleiding). Het gaat hier om het geval dat de transactie zonder de misleiding tegen een

8 Bij een zuivere omissie (bijv. niet-naleving van art. 5:25i Wft) zou het gaan om de situatie dat de belegger op de informatie af zou zijn gegaan.

gunstigere marktprijs zou zijn verricht. Twee gevallen laten zich hierbinnen nog onderscheiden. In de eerste plaats het geval waarin de belegger er bij de transactie op heeft vertrouwd dat de uitgevende instelling de markt tijdig, juist en volledig informeerde (met andere woorden: vertrouwde op de zuiverheid van de koers). Ten tweede het geval waarin de belegger wist of vermoedde dat de markt *niet* tijdig, juist en volledig werd geïnformeerd, maar toch de (nadelige) transactie verrichtte. Uit het recente World Online-arrest⁹ lijkt te kunnen worden afgeleid dat de Hoge Raad de vordering van de belegger in beide laatstgenoemde gevallen zal afwijzen wegens het ontbreken van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Het leerstuk van de eigen schuld speelt dan geen rol meer. Ik vind dit een ongelukkige ontwikkeling in het Nederlandse recht. Naar mijn oordeel is door middel van het leerstuk van de eigen schuld in beide gevallen een meer genuanceerde oplossing te bereiken.

Een belegger kan 'extra' schade lijden indien hij in geval van een te rooskleurige voorstelling van zaken na bekendwording van de waarheid effecten verkoopt tegen een paniekprijs. Eigen schuld aan het ontstaan of de omvang van deze schade zou ik in beginsel niet willen aannemen (§ 4.6.2.d).

Ten aanzien van de schadebeperkingsplicht geldt het volgende. Indien de peildatum voor schadevaststelling het moment is waarop de waarheid volledig bekend wordt, dan is de schadebeperkingsplicht niet meer van belang voor waardeverminderingen nadien. Het causaal verband tussen de misleidende voorstelling van zaken en de latere waardedalingen is verbroken. De volle omvang van de waarheid kan stapsgewijs bekend worden. In dat geval dringt zich de vraag op of latere koersdalingen naar aanleiding van nieuwe onthullingen geheel of gedeeltelijk voor rekening van de belegger moeten blijven. Voor zover duidelijk is dat verdere koersdalingen gebaseerd zijn op nieuwe informatie over de omvang van de misleiding, zie ik er geen bezwaar tegen om deze extra schade voor vergoeding in aanmerking te laten komen, ook al konden beleggers in abstracto voorzien dat verdere koersdalingen zich mogelijk konden voordoen. Zie uitvoeriger § 4.6.3.

c. Matiging

De rechter kan een wettelijke verplichting tot schadevergoeding matigen, indien toekenning van volledige schadevergoeding in de gegeven omstandigheden tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen zou leiden (art. 6:109 lid 1 BW). In dit onderzoek is aan de orde gekomen of de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen, de lead manager, de accountant, en de uitgevende instelling kan worden gematigd. Naar mijn oordeel is matiging verdedigbaar, vooral indien de processuele mogelijkheden voor beleggers om schade collectief te verhalen verbeteren. Zie verder § 4.6.4.

⁹ HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

7.4 Het bewijs van koersgerelateerde schade

7.4.1 Marktefficiëntie

Hierboven is gebleken dat er slechts rechtens vergoedbare (koers)schade wordt geleden indien en voor zover de misleidende voorstelling van zaken een onzuivere beurskoers heeft veroorzaakt. Aan de Amerikaanse rechtspraak kunnen verschillende indicatoren worden ontleend om te beoordelen hoe snel nieuwe informatie – waaronder misleidende informatie – in de koers wordt verwerkt. Deze indicatoren zijn geformuleerd in verband met het feit dat beleggers naar Amerikaans recht ter verkrijging van een verlichting van de bewijslast met betrekking tot het causaal verband op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie onder meer dienen aan te tonen dat de markt ‘efficiënt’ is. De relevante factoren zijn: (i) het gemiddelde handelsvolume van het desbetreffende aandeel; (ii) het aantal analisten dat het aandeel analyseert en daarover rapporteert; (iii) de aanwezigheid van *market makers* en arbitrageurs; en (iv) een historische oorzaak-gevolgrelatie die in de tijd waarneembaar is tussen onverwacht bedrijfsnieuws of financiële publicaties en een onmiddellijke reactie van de beurskoers, (v) marktkapitalisatie, (vi) de *bid-ask spread*, (vii) het percentage aandelen dat gehouden wordt door *insiders*, (viii) effectenbezit van institutionele beleggers. Ik heb betoogd dat het begrip marktefficiëntie in het Nederlandse recht een minder zelfstandige plaats inneemt dan in het Amerikaanse recht. Ook op een markt die niet efficiënt is volgens de gangbare economische definitie kan (misleidende) informatie doorwerken in de marktprijs (§ 4.2.4). Het bewijs dat de koers daadwerkelijk was beïnvloed zal voornamelijk moeten worden geleverd met behulp van een *event-study* (zie hierna § 7.4.2). Bovengenoemde indicatoren kunnen een ondersteunende rol vervullen. De vierde hierboven genoemde factor is daarbij verreweg het belangrijkste.

7.4.2 Werkelijke prijslijn en hypothetische prijslijn

Het tijdvak waarin de koers door misleiding op een onzuiver niveau staat, kan grafisch worden weergegeven met behulp van twee lijnen: de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn. Deze aanpak is ontwikkeld in de Amerikaanse rechtspraak. De prijslijn geeft de beurskoers op iedere dag van de relevante periode van de misleiding weer. De hypothetische prijs definieer ik als de ‘zuivere’ hypothetische prijs die op de markt betaald zou zijn indien geen misleidende voorstelling van zaken zou zijn gegeven. De werkelijke prijslijn is relatief eenvoudig te bepalen met behulp van de Officiële Prijscourant van Euronext Amsterdam of financieel-economische databases, maar de hypothetische prijslijn kan slechts worden geschat. Het gaat hier immers om een hypothetische situatie.

Een complicatie bij het construeren van de hypothetische prijslijn is dat de beurskoers wordt beïnvloed door allerlei andere factoren dan de misleidende informatie. Ten minste drie factoren die de beurskoers beïnvloeden, moeten worden

uitgesloten: (i) algemeen-economische informatie, (ii) sectorgerelateerde informatie en (iii) specifieke informatie over de vennootschap die geen verband houdt met de misleiding. In de Verenigde Staten bepalen deskundigen het prijseffect van de misleiding veelal met behulp van een *event-study*. Een event-study tracht door middel van statistische technieken het effect te meten van een gebeurtenis op de koers van het effect. Een event-study wordt in drie stappen uitgevoerd: (i) het definiëren van de periode waarin informatie omtrent de gebeurtenis beschikbaar wordt in de markt (*event window*), (ii) de berekening van het ‘abnormale’ rendement op het effect tijdens het event window, rekening houdend met markt- en industrie- en bedrijfsspecifieke invloeden in die periode en (iii) het testen van de (statistische) significantie van dit abnormale rendement. De hypothetische prijslijn kan vervolgens worden geconstrueerd door terug te werken in de tijd, waarbij verschillende veronderstellingen kunnen worden gehanteerd. Soms kan ook een indicatie worden ontleend aan een koerssprong aan het begin van de periode van de misleiding (*forward casting*). In het onderhavige onderzoek is stilgestaan bij diverse complicaties die zich (kunnen) voordoen bij de geschetste methodologie (§ 5.2.3).

7.4.3 De procespositie van de belegger en de verweerder

a. Het bewijs van de causaliteitsschakels

Hoe kan transactiecausaliteit worden bewezen? Het antwoord op deze vraag hangt af van de wijze waarop de belegger zijn vordering inkleedt. De belegger kan stellen dat hij zonder de misleiding (i) de aankoop tegen een lagere marktprijs zou hebben verricht, (ii) de aankoop in het geheel niet zou hebben verricht (tegen de dan geldende marktprijs), of (iii) de aankoop tegen een lagere marktprijs, dan wel in het geheel niet zou hebben verricht.¹⁰

Indien de belegger stelt dat hij de effecten zonder de misleiding *tegen een lagere marktprijs* had gekocht, kan hij trachten het bewijs van die stelling te leveren met behulp van een deskundigenrapport.¹¹ De deskundige kan met behulp van event-study trachten te achterhalen wat het verloop was van de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn. Het bepalen van de precieze *omvang* van de onzuiverheid in de beurskoers is overigens een kwestie van schadebegroting. In het kader van de causaliteit hoeft slechts te worden aangetoond *dat* de koers was beïnvloed. In het World Online-arrest¹² eist de Hoge Raad – ten onrechte – causaal verband (in de zin

10 Bij laatstgenoemde wijze van inkleeding van de vordering kan ook nog worden gekozen voor een primair/subsidiair-constructie.

11 De Hoge Raad heeft evenwel in het World Online-arrest (HR 27 november 2009, LJN: BH2162) geoordeeld dat er causaal verband moet bestaan tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Het feit dat de koers was beïnvloed is dan niet voldoende.

12 HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

van csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.¹³ Voor slechts een deel van de gehele verzameling beleggers die de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs zou hebben verricht, zal aan deze eis voldaan zijn. Wel wordt dit causaal verband voorshands aangenomen, indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat.

Voor zover de belegger stelt dat hij de effecten zonder de misleiding *niet* had gekocht tegen de dan geldende marktprijs (ook al zou deze lager zijn geweest), doet zich een bewijsprobleem voor. Ik meen dat deze stelling voorshands bewezen mag worden geacht indien de belegger een residuele koersreactie aantoon, of anders gezegd, aantoon dat de misleiding de prijsvorming heeft beïnvloed (waaruit blijkt dat de markt ook daadwerkelijk is misleid). In het World Online-arrest overweegt de Hoge Raad dat in geval van een misleidende mededeling in beginsel aangenomen moet worden dat zonder de misleiding de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop zou zijn overgegaan. Deze benadering is naar mijn oordeel te gunstig voor beleggers. Bovendien roept de door de Hoge Raad gekozen formulering ten aanzien van transacties op de secundaire markt de vraag op of daar wel voorshands aangenomen kan worden dat de belegger de transactie *in het geheel niet* zou hebben verricht, ook niet tegen de mogelijk lagere marktprijs die zonder de misleiding tot stand zou zijn gekomen. Het enkele feit dat er causaal verband bestaat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, wil immers nog niet zeggen dat de belegger de effecten ook niet had gekocht als de marktprijs lager zou zijn geweest. In mijn benadering is er geen bezwaar tegen het aannemen van een voorshands bewijsvermoeden ten aanzien van de (vergaande) stelling van de belegger. Ik begren, de rechtens vergoedbare schadeomvang namelijk door middel van de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers (§ 7.3.3.c), en neem eerst een voorshands vermoeden aan indien de belegger een residuele koersreactie aantoon (en daarmee zelf de omvang van de onzuiverheid in de koers onderbouwt).

Indien de belegger stelt dat hij de effecten zonder de misleiding tegen een lagere marktprijs had gekocht, *of* in het geheel niet zou hebben gekocht, kan naar mijn oordeel het bewijs van deze stelling eveneens worden geleverd door middel van deskundigenrapport waarin de onzuiverheid van de koers wordt onderbouwd. Hiermee wordt immers *direct* bewijs geleverd voor de stelling dat de transactie tegen een lagere marktprijs zou zijn verricht, en *indirect* bewijs geleverd voor de stelling dat de transactie in het geheel niet zou zijn verricht (op basis van de onzuiverheid kan een bewijsvermoeden worden aangenomen).

Een wettelijk bewijsvermoeden ter zake van de causaliteitsschakel transactie-causaliteit is naar mijn oordeel niet nodig.

13 Deze eis wordt door de Hoge Raad ten onrechte gesteld en in de sleutel van het csqn-verband geplaatst, voor zover de belegger aanvoert dat de transactie zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs zou zijn verricht. Zie § 2.5.3.b, § 4.5.2.b en § 4.5.2.g.

De tweede schakel van het csqn-verband ziet op het causale verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de gevorderde vermogensschade. Voor een belegger die (stelt dat hij) de effecten zonder de misleidende voorstelling van zaken tegen een lagere marktprijs had gekocht, geldt dat het raamwerk van de werkelijke prijslijn en hypothetische prijslijn niet alleen wordt gebruikt om transactiecausaliteit aan te tonen, maar tevens om te onderbouwen dat de kunstmatige inflatie uit de koers is verdwenen terwijl de effecten nog werden gehouden (en de gestelde schade dus inderdaad veroorzaakt is door de misleiding). Voor een belegger die stelt dat hij de effecten zonder de misleidende voorstelling van zaken in het geheel niet had gekocht, komt de vraag op wat hij in dat hypothetische geval dan had gedaan met het aankoopbedrag. De stelling *dat* er schade is geleden (die in csqn-verband staat met de misleiding), zal op dezelfde manier worden onderbouwd als de *omvang* van die schade (zie hierna § 7.4.3.b).

b. Schadeomvang

Indien de belegger aantoont dat hij zonder de misleiding de aankoop tegen een lagere marktprijs had kunnen verrichten, hangt de schadeomvang in de eerste plaats af van de omvang van de onzuiverheid in de beurskoers. In misleidingszaken kan een belegger met een event-study in beginsel zowel onderbouwen *dat* de koers was beïnvloed (het causaliteitsbewijs¹⁴) als de *mate waarin* de koers was beïnvloed (de onderbouwing van de schadeomvang). Bij de reconstructie van de hypothetische prijslijn op basis van een geobserveerde residuele koersreactie kunnen zich nog wel diverse onzekerheden voordoen (§ 5.2.3). De rechter heeft dan op grond van art. 6:97 BW de vrijheid om de omvang van de onzuiverheid te begroten of (naar billijkheid te) schatten.

Om de omvang van de werkelijk geleden schade te bepalen, is naast een onderbouwing van de onzuiverheid in de beurskoers een overzicht vereist van de verrichte aan- en verkooptransacties tijdens en na het tijdvak waarin de koers op een onzuiver niveau stond. Voor de schadebegroting maakt het verder verschil of de belegger een aankoopopdracht gaf in *aantallen* effecten of in een *eurobedrag*, althans indien men de methode van vermogenvergelijking strikt toepast. De rechter zou van de belegger kunnen verlangen dat hij inzicht biedt de wijze waarop hij destijds zijn beleggingsbeslissing nam.

Een complicatie doet zich voor indien (voorshands) vast komt te staan dat een belegger de effecten zonder de misleiding in het geheel niet had gekocht (tegen de dan geldende marktprijs). In dat geval is niet zonder meer duidelijk hoe de belegger het aankoopbedrag alternatief zou hebben aangewend, en of er dus wel daadwerkelijk schade is geleden die het gevolg is van de misleiding. De rechter zou in zulk een geval van de belegger kunnen eisen dat hij inzicht biedt in zijn beleggingsgedrag

14 Of zo men wil: het bewijs van het bestaan van schade, indien men bij het spreken over schade stilzwijgend het csqn-verband met de misleiding aanneemt.

en -profiel. De rechter kan dan op grond van de vrijheid die hij heeft ex art. 6:97 BW aannames doen over de wijze waarop de belegger zou hebben gehandeld, althans beleggers in het algemeen plegen te handelen. Hij zal ten aanzien van incidentele of defensieve beleggers bijvoorbeeld kunnen aannemen dat zij het aankoopbedrag op een spaarrekening hadden laten staan. In dat geval dient naar mijn oordeel via art. 6:98 BW en/of art. 6:101 BW de omvang van de vergoedingsplicht uiteindelijk te worden beperkt tot de door de misleiding veroorzaakte onzuiverheid in de beurskoers (voor zover gedaagden zich hierop beroepen en voor dit verweer relevante feiten bewijzen). Ten aanzien van actieve beleggers kan worden aangenomen dat zij algemeen beleggingsrisico wensten te nemen, en in een soortgelijk effect zouden hebben belegd. De schade per gekocht effect is dan bij benadering¹⁵ gelijk aan de residuele koersdaling na bekendwording van de waarheid. Ook hier fungeert de onzuiverheid in de koers steeds als aanvullende begrenzing van de omvang van de vergoedingsplicht.

Een wettelijke, specifieke schadebegrotingsmaatstaf zou kunnen worden overwogen, aangezien de methode van vermogensvergelijking niet eenvoudig is toe te passen. Bij aankopen op de primaire markt (en een zeer korte periode daarna) is het moeilijk om aan te tonen dat en in hoeverre de prijs lager geweest zou zijn zonder de misleidende passages in het prospectus (vooral bij een IPO). De marktwerking is onvolkomen en mogelijk is er sprake geweest van koersstabilisatie door banken. Een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf zou daarom wenselijk kunnen zijn om de bewijspositie van de belegger te verlichten. Na het World Online-arrest¹⁶ is een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf waarschijnlijk overbodig geworden (zie § 5.3.4.c). Bij misleiding op de *secundaire* markt zie ik verder onvoldoende noodzaak voor een wettelijke schadebegrotingsmaatstaf.

c. Procespositie verweerders

Ter zake van de procespositie van de verschillende mogelijke verweerders (uitgevende instelling, bestuurders en commissarissen, begeleidende banken, accountant) valt een onderscheid te maken tussen drie typen verweren: (i) de betwisting van het door de belegger aangevoerde csqn-verband en de (omvang van de) schade, (ii) niet-toerekenbaarheid van de schade die in een csqn-verband staat met de onrechtmatige gedraging, (iii) een beroep op vermindering van de vergoedingsplicht (voordeelsverrekening, eigen schuld en matiging). Voor een uitwerking hiervan verwijs ik naar § 5.4.

15 Indien sectorgerelateerde effecten een vergelijkbare koersontwikkeling hebben doorgemaakt als het effect gedurende de periode van de misleiding, als gevolg van aan de misleidende informatie externe factoren. Indien de desbetreffende effecten duidelijk beter rendeerden dan sectorgerelateerde effecten of de markt als geheel, is denkbaar dat er geen schade is geleden door de belegger die niet zou hebben gekocht.

16 HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

7.5 Collectieve afwikkeling van massaschade

7.5.1 Bundeling van zelfstandige vorderingen

Ter zake van de mogelijkheden tot collectieve afwikkeling van beleggingsschade, is eerst stilgestaan bij de vraag in hoeverre schadeclaims naar huidig recht in een procedure gebundeld kunnen worden.

In geval van gebundelde vorderingen hebben beleggers drie opties om hun vorderingen in te kleden. Zij kunnen stellen dat zij zonder de misleiding (i) de effecten tegen een lagere marktprijs zouden hebben gekocht, (ii) de effecten in het geheel niet zouden hebben gekocht, (iii) de effecten zonder de misleiding tegen een lagere marktprijs, dan wel in het geheel niet zouden hebben gekocht. Voor alle drie de opties is van belang dat in het World Online-arrest¹⁷ causaal verband wordt geëist tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de individuele belegger. De Hoge Raad oordeelde dat causaal verband niettemin voorshands kan worden aangenomen, indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat. Problematisch bij de collectieve afwikkeling is evenwel dat de gedaagde het voorshandse vermoeden kan trachten te ontzenuwen ten aanzien van *bepaalde* (bijvoorbeeld professionele) beleggers. Dit vergt een beoordeling van de individuele omstandigheden waarin die beleggers verkeren. Afgezien van deze kwestie doen zich andere problemen voor bij de collectieve afwikkeling, afhankelijk van de wijze waarop de beleggers hun vordering inleden. Indien beleggers bijvoorbeeld kiezen voor optie (i), kunnen zij weliswaar gezamenlijk (via een deskundigenrapport) aantonen of de marktprijs was beïnvloed, maar doet zich bij de schadebegroting het probleem voor dat er verschil bestaat tussen beleggers die opdracht gaven tot aankoop van een bepaald *aantal* effecten (waaruit het transactiebedrag voortvloeit), en beleggers die voor een bepaald *bedrag* een opdracht gaven (waaruit het aantal aan te kopen effecten voortvloeit). Uit het transactieoverzicht dat beleggers overleggen, zal vaak niet blijken welke situatie aan de orde is. Indien beleggers kiezen voor optie (ii), speelt in het kader van het bestaan en de omvang van de schade de vraag welke rendement bij alternatieve aanwending van het investeringsbedrag zou zijn behaald. Veelal zal de rechter de schade moeten schatten op basis van art. 6:97 BW, maar deze schatting dient naar mijn oordeel wel te steunen op gegevens over het beleggingsgedrag en -profiel van de belegger (vgl. § 5.3.4.a). Dit laatste vereist evenwel individueel bewijs. Indien beleggers kiezen voor optie (iii), is de ongelijksoortigheid tussen de beleggers een combinatie van de ongelijksoortigheid die zich voordoet bij de andere twee wijzen van inkleding van de vordering. Voor zover strikt het uitgangspunt wordt gehandhaafd dat (slechts) de *werkelijk* geleden schade wordt vergoed, zijn de belangen onvolgende gelijksoortig om te kunnen worden gebundeld. De mogelijkheid om vorderingen van beleggers gezamenlijk te behandelen, wordt voorts nog begrensd

¹⁷ HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

door het verweer van de aangesproken partijen. Het meest in het oog springt het eigen-schuldverweer, dat een beoordeling van individuele omstandigheden vergt. Op basis van het voorgaande kan geconcludeerd worden dat een collectieve afwikkeling van gebundelde vorderingen slechts in beperkte mate mogelijk is.

7.5.2 *Collectieve acties*

Een belangenorganisatie kan ten behoeve van beleggers op grond van art. 3:305a BW procederen. Aangezien art. 3:305a lid 3 BW een vordering strekkende tot schadevergoeding in geld verbiedt, zijn er beperkingen in de mate waarin de beleggingsschade via dit procedurele middel collectief kan worden afgewikkeld. Een van de belangrijkste vragen ten aanzien van collectieve acties in dit verband is of een belangenorganisatie naar huidig recht kan vorderen dat de rechter de onzuiverheid in de beurskoers per handelsdag vaststelt. Indien dit zou kunnen, is daarmee een belangrijke stap gezet voor het te leveren bewijs ter zake van het causaal verband en de schade(omvang). Naar mijn oordeel is die vordering niet noodzakelijk in strijd met (de strekking van) art. 3:305a lid 3 BW (§ 6.3.3). Ik zou het wenselijk vinden dat de rechter de onzuiverheid in de beurskoers kan vaststellen, omdat een collectieve en efficiënte afwikkeling van beleggingsschade hierdoor wordt bevorderd. De vordering zal onder bijzondere omstandigheden mogelijk echter op bezwaren stuiten door potentiële belangenconflicten tussen beleggers ten aanzien van het aan te tonen verloop van de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn (§ 6.3.3).

Mocht de rechter de bedoelde vordering tot het vaststellen van het verloop van de hypothetische prijslijn niet willen toewijzen, dan lijkt mij een *second best* oplossing denkbaar. Deze oplossing houdt in dat de belangenorganisatie voor enkele representatieve beleggers schadevergoeding vordert op grond van een procesvolmacht of cessie ter incasso, waarbij dan een deskundigenrapport wordt overgelegd ter onderbouwing van de onzuiverheid in de beurskoers. Dan kan aan de rechterlijke uitspraak ter zake van de claim van deze (representatieve) beleggers toch een indicatie worden ontleend omtrent de aannemelijk geachte onzuiverheid in de beurskoers. Hierdoor kan dan bijvoorbeeld eenvoudiger een collectieve schikking tot stand komen.

7.5.3 *Collectieve schikkingen*

Op grond van de Wet collectieve afwikkeling massaschade kan een overeenkomst tussen een schadeveroorzaker en één of meer representatieve belangenorganisaties verbindend worden verklaard (art. 7:907 e.v. BW). De rechter dient een verzoek tot verbindendverklaring onder meer af te wijzen, indien de hoogte van de toegekende vergoeding niet redelijk is, mede gelet op de omvang van de schade, de eenvoud en snelheid waarmee de vergoedingen verkregen kunnen worden en de mogelijke oorzaken van de schade (art. 7:907 lid 3 aanhef en sub b BW).

De rechter dient een inschatting te kunnen maken van de totale geleden schade van beleggers gezamenlijk om te kunnen oordelen dat (het totaalbedrag van) de aangeboden vergoeding redelijk is. Problematisch hierbij is dat de schade per belegger afhankelijk is van de vraag hoe hij (vermoedelijk) zou hebben gehandeld indien geen misleidende voorstelling van zaken was gegeven. Dit subjectieve element verhindert een eenvoudige vaststelling van de geaggregeerde schade, vooral indien de identiteit van gedupeerde beleggers (nog) niet bekend is. De werkelijke totale schade kan bij benadering worden bepaald met behulp van het raamwerk van de werkelijke prijslijn en hypothetische prijslijn in combinatie met aan- en verkoopvolumes. Een correctie moet worden aangebracht voor tussentijdse verkopen, hetgeen wordt gedaan met behulp van een *trading model*. Dit is een wiskundig model waarbij veronderstellingen worden gehanteerd over onderliggende handelspatronen gedurende de periode waarin de beurskoers op een onzuiver niveau stond. In het onderhavige onderzoek zijn drie modellen besproken: het *proportional-trading-model*, het *accelerated-trading-model* en het *multi-trader-model*. Deze modellen worden in de praktijk ook gebruikt om te beoordelen of de totale aangeboden vergoeding redelijk is. Doorgaans wordt dan de vergoeding uitgedrukt als percentage van de door middel van een proportional-trading-model bepaalde schadeomvang, en gekeken hoe het percentage zich verhoudt tot (gemiddelde) vergoedingspercentages in eerdere rechterlijk goedgekeurde schikkingen. Op deze wijze kan een trading model een nuttige functie vervullen bij de beoordeling van de redelijkheid van de vergoeding. Hieraan doet niet af dat een trading model slechts resulteert in een ruwe (over)schatting van de werkelijke totale schadeomvang.

In het kader van collectieve schikkingen heb ik vervolgens stilgestaan bij de wijze waarop *damage scheduling* (afwikkeling aan de hand van schadecategorieën) is toegepast in een aantal recente zaken. Daarbij wordt een zekere standaardisatie toegepast bij de vergoeding die aan verschillende typen beleggers wordt toegekend. In de Shell-zaak¹⁸ is de kunstmatige inflatie door een Amerikaanse deskundige berekend voor de relevante periode. Vervolgens zijn op basis van de aldus bepaalde – en over de tijd variërende – kunstmatige inflatie enkele grovere categorieën onderscheiden. Ten slotte worden aan beleggers vergoedingen toegekend, uitsluitend op basis van de vraag wanneer zij effecten hebben aangekocht of verkocht. Een onderzoek naar de motieven van de belegger voor zijn aankoop wordt achterwege gelaten. De geschetste aanpak lijkt mij pragmatisch en wenselijk. Het zou zeer kostbaar zijn om voor iedere belegger te moeten achterhalen wat zijn *werkelijke* schade (vermoedelijk) is geweest, terwijl de winst in nauwkeurigheid van schadebegroting ten opzichte van de meer gestandaardiseerde aanpak relatief gering is.

18 Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten; Ondernemingsrecht 2009, p. 465–472 met commentaar B.J. de Jong (Shell).

7.5.4 Collectief schadeverhaal

a. De vrees voor juridisch-technische complicaties

Naar Nederlands recht is collectief schadeverhaal niet mogelijk (art. 3:305a lid 3 BW). Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat een verbod op collectief schadeverhaal is ingegeven door de vrees voor een veelheid aan juridisch-technische complicaties. Bij een vordering tot schadevergoeding in geld zouden zich immers allerlei vragen voordoen ter zake van causaliteit, eigen schuld en de schadeomvang die per individuele benadeelde aan de hand van de op hem betrekking hebbende specifieke omstandigheden moeten worden beantwoord. Ik heb daarom onderzocht in hoeverre bij misleidingszaken causaliteits- en schade(begrotings)kwesties in een actie tot collectief schadeverhaal kunnen worden behandeld (§ 6.5). Daarbij heb ik verondersteld dat art. 3:305a lid 3 BW niet geldt. Tevens heb ik aangenomen dat als de rechter uitspraak doet in een collectieve actie tot schadevergoeding, de beleggers ten behoeve van wie wordt geprocedeerd gebonden zijn aan die rechterlijke uitspraak, behalve in het geval zij tijdig aangeven niet gebonden te willen zijn (een *opt-out*-systeem, vergelijkbaar met art. 7:908 BW). Een uitvloeisel hiervan zal zijn dat de belangenorganisatie voldoende representatief moet zijn (vgl. art. 7:907 lid 3 sub f BW).

b. Causaliteitsschakels

De eerste schakel van het csqn-verband is transactiecausaliteit. Een belangenorganisatie kan in dit verband aanvoeren dat de beleggers voor wie zij opkomt zonder de misleiding (i) de transacties tegen een gunstigere marktprijs zouden hebben verricht, dan wel (ii) de transacties in het geheel niet zouden hebben verricht, dan wel (iii) de transacties zonder de misleiding tegen een gunstigere marktprijs, dan wel in het geheel niet zouden hebben verricht.

Voor alle drie de mogelijkheden is van belang dat de Hoge Raad in het World Online-arrest¹⁹ bij misleidende mededelingen in een prospectus causaal verband eist tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de individuele belegger. Ik verwacht dat bij schending van andere informatieverplichtingen in beginsel dezelfde eis geldt. Dit concrete causaal verband kan volgens de Hoge Raad voorshands kan worden aangenomen, indien de onrechtmatigheid (het misleidende karakter van de gegeven voorstelling van zaken) vast staat (§ 5.3.2.d). Indien de bewijslast aldus wordt verlicht, is het niet noodzakelijk om beleggers individueel bewijs te laten leveren, hetgeen een collectieve actie onmogelijk zou maken. Problematisch bij de collectieve afwikkeling is evenwel dat de gedaagde het voorshandse vermoeden kan trachten te ontzenuwen. De gedaagde zal waarschijnlijk zowel het vermoeden willen ontzenuwen ten aanzien van bepaalde categorieën beleggers (bijvoorbeeld short sellers) als individuele beleggers. Het laatste vergt een beoordeling van individuele omstandigheden. Hoewel eerst de gemeenschappelijke vragen kunnen worden

¹⁹ HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

behandeld, verhindert deze verweermogelijkheid mijns inziens uiteindelijk dat in een collectieve actie schadevergoeding wordt gevorderd namens een onbekende groep beleggers (het opt-outsysteem).

Indien de belangenorganisatie stelt dat de aankooptransacties tegen een lagere marktprijs zouden zijn verricht (de hierboven genoemde optie i of iii), kan die stelling in een collectieve actie tot schadevergoeding in beginsel worden onderbouwd met behulp van een deskundigenrapport waaruit de onzuiverheid in de beurskoers blijkt. Zowel de eerste als tweede schakel van het csqn-verband blijken hieruit. Mogelijke belangenconflicten tussen beleggers ten behoeve van wie de belangenorganisatie zegt op te komen doen zich voor in het geval dat er onzekerheid bestaat over het einde van het tijdvak waarin de koers beweerdelijk was beïnvloed. Dit lijkt mij evenwel geen probleem dat een collectieve actie tot schadevergoeding onmogelijk zou moeten maken wegens ongelijksoortigheid van belangen.

Indien de belangenorganisatie aanvoert dat de aankooptransacties in het geheel niet zouden zijn verricht (optie ii of iii), is daarmee nog niet zonder meer duidelijk of hieruit schade is voortgevloeid voor de individuele beleggers. Vergeleken moet worden met de hypothetische situatie waarin de belegger had verkeerd zonder de misleiding op het moment van bekendwording van de waarheid. Dit aspect – dat nauw verweven is met het bepalen van de schadeomvang (zie hierna sub c) – is problematisch bij collectief schadeverhaal.

c. Schadeomvang

Het enkele feit dat een belangenorganisatie opkomt voor de belangen van houders van verschillende typen effecten die schade kunnen hebben geleden in uiteenlopende omvang maakt collectief schadeverhaal niet onmogelijk. De belangen conflicteren doorgaans niet, en voor zover dit wel zo is, kunnen naar Amerikaans voorbeeld subgroepen worden gevormd om rekening te houden met de verschillende belangen.

Herhaaldelijk is in de Amerikaanse rechtspraak door verweerders aangevoerd dat er belangenconflicten zijn bij het vaststellen van het verloop van de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn tussen (i) beleggers die effecten hebben gekocht en behouden tot het moment waarop de waarheid bekend werd (een *'retention buyer'*), en (ii) beleggers die de (in de periode van de misleiding) aangekochte effecten hebben verkocht voordat de waarheid bekend werd (de *'in-and-out buyer'*). Hierover kan worden opgemerkt dat geen rechtens vergoedbare schade wordt geleden op effecten die zijn verkocht vóór bekendwording van de waarheid, zodat het belangenconflict zich in beginsel niet voordoet. Belangenconflicten doen zich niettemin in enkele bijzondere gevallen voor (zie uitvoeriger § 6.5.4.a). Indien de Nederlandse rechter naar Amerikaans voorbeeld de bevoegdheid krijgt om de groep beleggers op te splitsen in subgroepen, kan hiermee in voldoende mate rekening worden gehouden.

In de rechtspraak is aan de orde gekomen of er sprake is van een belangenconflict tussen enerzijds beleggers die op het moment van de rechtszaak een groter aandeel

hebben in het kapitaal van de onderneming dan tijdens de periode van de misleiding (*'equity holders'*), en anderzijds alle andere beleggers (*'non-equity holders'*). Het argument zou zijn dat degenen die de effecten nog bezitten in geval van een uitgekeerde schadevergoeding meer verliezen als aandeelhouders dan dat zij zullen winnen, omdat een schadevergoeding zal resulteren in een daling van de waarde van het aandeel die per saldo de te ontvangen uitkering overtreft. De belangen van equity en non-equity holders kunnen naar mijn oordeel in beginsel niettemin door één belangenorganisatie worden behartigd (§ 6.5.4.a).

In de Amerikaanse rechtspraak wordt de berekening van de schade van individuele beleggers gezien als een mechanische taak, indien de onzuiverheid in de beurskoers vaststaat. Naar Nederlands recht kan de schadebegroting in beginsel niet worden gezien als een mechanische taak, omdat als uitgangspunt de *werkelijk* geleden schade moet worden vergoed. In hoofdstuk 4 zijn vele verschillende manieren geïllustreerd waarop de schade zou moeten worden bepaald, afhankelijk van de wijze waarop de belegger heeft en zonder de misleiding (vermoedelijk) zou hebben gehandeld (zouden effecten wel of niet zijn gekocht tegen dan geldende marktprijs, opdracht in aantallen of bedrag?). Aangezien hier geïndividualiseerd bewijs vereist is, zijn individuele vervolgpcedures nodig. Vanuit het oogpunt van een efficiënte rechtsbedeling is dit niet wenselijk. In de eerste plaats wordt de rechtens vergoedbare schade mijns inziens in alle gevallen op dezelfde manier begrensd door de onzuiverheid in de beurskoers. Daarnaast is het de vraag of de (maatschappelijke) kosten die moeten worden gemaakt om te achterhalen hoe de belegger heeft en (vermoedelijk) zou hebben gehandeld proportioneel zijn met de daarmee te bereiken winst in nauwkeurigheid van de schadebegroting. Mogelijk zou de rechter zijn vrijheid op grond van art. 6:97 BW naar geldend recht al kunnen gebruiken om de wijze van schadebegroting/-schatting te standaardiseren. De wetgever zou wel een meer uniforme schadebegrotingsmaatstaf kunnen formuleren. Ik zou mij verder kunnen voorstellen dat het wenselijk is om bij het toestaan van collectief schadeverhaal enkele bijzondere wettelijke regels in te voeren, die voorzien in een vereenvoudigde vervolgpcedure.²⁰

d. Eigen schuld

Ik zou menen dat evenals in het Amerikaanse recht er doorgaans weinig ruimte is voor een eigen-schuldverweer voor zover de gevorderde schade verband houdt met de door de misleiding veroorzaakte onzuivere beurskoers. Na het World Online-arrest²¹ zal het processuele debat over de vraag of een belegger daadwerkelijk is misleid dogmatisch worden geplaatst in de sleutel van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Dit is naar mijn oordeel minder gewenst. Ik meen dat dit causaal verband niet vereist is indien wordt gesteld dat de

²⁰ Indien dit niet wenselijk wordt geacht, zou nog kunnen worden gedacht aan het instellen van een nieuwe 'vliegende brigade' binnen de rechterlijke macht.

²¹ HR 27 november 2009, LJN: BH2162.

aankoop zonder de misleiding tegen een lagere koers had plaatsgevonden. Wel kan de belegger in dat geval 'eigen schuld' hebben indien hij er niet op vertrouwde dat een uitgevende instelling de markt tijdig, juist en volledig informeerde (dus er niet op vertrouwde dat de beurskoers 'zuiver' of 'integer' is). Het is mijns inziens aan gedaagden om aan te tonen dat dit zo was en dat de belegger dus eigen schuld heeft aan het ontstaan van hun schade. In de praktijk zullen gedaagden vrijwel niet kunnen slagen in dit bewijs. Aan individuele factoren zoals de deskundigheid en professionaliteit van belegger komt doorgaans geen betekenis toe voor zover schadevergoeding wordt gevorderd op basis van de onzuiverheid in de beurskoers.

Onder omstandigheden acht ik het denkbaar dat (extra) geleden schade als gevolg van verkoop van effecten tegen een paniekprijs gedeeltelijk voor rekening van (professionele) beleggers zou moeten blijven. Dit kan slechts in een individuele vervolgprocedure worden vastgesteld en is dus problematisch met het oog op de collectieve afwikkeling van massaschade. De schadebeperkingsplicht is mijns inziens niet relevant, ook niet als de waarheid stapsgewijs bekend wordt. Dit heeft tot gevolg dat niet in een individuele procedure hoeft te worden vastgesteld of de concrete belegger zijn effecten had moeten verkopen, of een deel van de koersdaling voor eigen rekening moet blijven.

e. De wenselijkheid van collectief schadeverhaal

De Amerikaanse ervaringen laten zien dat collectief schadeverhaal in misleidingszaken niet tot onoverkomelijke problemen leidt. Zonder aanvullende wettelijke regels lijkt schrapping van het verbod op collectief schadeverhaal (art. 3:305a lid 3 BW) echter niet aan te bevelen, omdat de rechter dan een tamelijk beperkt instrumentarium heeft om een collectieve actie in goede banen te leiden. Voorts zijn er ook bij collectief schadeverhaal grenzen aan de mogelijkheden om vorderingen van beleggers gezamenlijk te behandelen. Waar de grens ligt is afhankelijk van de wijze waarop de rechter (i) omgaat met verweren tegen een voorshands vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, (ii) de schade begroot (de mate van standaardisering die hij bereid is te aanvaarden), en (iii) omgaat met een eigen-schuldverweer. Naar mijn oordeel is de welvaartswinst die kan worden bereikt door schrapping van art. 3:305a lid 3 BW in misleidingszaken bescheiden, zeker als het naar huidig recht mogelijk is voor de rechter om in een collectieve actie de onzuiverheid in de beurskoers vast te stellen. Indien de onzuiverheid in de beurskoers eenmaal vaststaat, is het relatief eenvoudig om te komen tot de omvang van de vergoedingsplicht per belegger. Ik verwacht dat in de praktijk dan altijd een (collectieve) schikking tot stand zal komen. Hoewel het misbruikgevaar in het Nederlandse rechtssysteem waarschijnlijk meevalt, zijn er vanuit de doelstellingen van compensatie (§ 6.5.5.b) en preventie (§ 6.5.5.c) verschillende kanttekeningen te plaatsen bij collectief schadeverhaal in misleidingszaken.

SUMMARY

Causation and damages in securities fraud cases

1. Research questions

This work discusses the legal requirements of causation and damages in securities fraud cases under Dutch law. The analysis focuses on listed companies and includes a comparison with US federal securities law. Three questions have been analysed:

- (i) To what extent are the losses that are factually caused by a misrepresentation legally recoverable?
- (ii) How can causation between a loss and a misrepresentation be proven, and how can the amount of damages be determined?
- (iii) To what extent can the requirements of causation and damages be dealt with on an aggregate level?

A brief description of the current legal requirements for liability under Dutch and US securities law is found in chapters 2 and 3, where I also discuss the procedural possibilities for collective redress. Chapters 4 to 6 present the core of the research.

I have used the term ‘securities fraud’ and ‘misrepresentation’ in a broad sense. Misrepresentation can be created by a misleading prospectus, misleading periodical reports, a failure to immediately disclose inside information (which is mandatory under Dutch law), and non-mandatory, misleading, ad-hoc statements. Misrepresentation can consist of one or more misleading statements, and equally of one or more omissions.

2. Causation and losses

Under Dutch law, the requirement of causation can be distinguished into cause-in-fact (“but for” causation) and legal cause. Under the condition of cause-in-fact, the question is whether the tort was a necessary condition (condition sine qua non) for the harm. Legal cause implies that only losses that can reasonably be attributed to the tort-feasor are legally recoverable (section 6:98 Dutch Civil Code). In securities fraud cases as applied to listed companies, cause-in-fact can be broken down into two links. The first is transaction causation. This means that but for the fraud, the transaction would have occurred at a more favourable market price, or would not have occurred at all (at the prevailing market price). These are two distinct forms of transaction causation. The second link of “but for” causation is the link between the

misrepresentation and resulting (conditions of the) transaction on the one hand and the alleged harm on the other.

The losses that investors suffer as a result of the fraud can be divided into different categories (e.g. a decline in the security's price, lost profits or interest, transaction costs), and an investor can phrase his damages claim in different ways. "But for" causation and legal cause need to be established for each kind of loss. The focus here is on losses relating to the price of the security.

3. Losses relating to the price of the security

3.1 Comparative method

The legal concepts of causation and damages can only be analysed from the perspective of an individual investor. Under Dutch law, the sum in damages due to the misrepresentation is determined by comparing the wealth position as it is with the wealth position that would (probably) have resulted in the hypothetical case that the tort had not occurred. It is important to note that basis for comparison is not the wealth level prior to the investment decision, but the wealth level as it would have developed absent the fraud.

The analysis focuses on both false positive and false negative statements. In this summary I only deal with the former. In the thesis I discuss the losses that are factually caused by a misrepresentation separately from the losses that are legally recoverable.

3.2 "But for" losses

In the comparative method used under Dutch law an analytical distinction needs to be made between two forms of transaction causation. I have distinguished between the situation that (i) but for the fraud, the purchase would have occurred at a lower market price, and (ii) but for the fraud, the purchase would not have occurred at all (not even at a lower market price). For the sake of analysis I assume that the fraud infected the price of the security, so that one of both forms of transaction causation automatically applies to the investor. This simplifying assumption is relaxed when discussing the proof of the causal links (*infra* par. 4.3.1). After all, the fact that there was a fraud does not imply that the price was shifted.

The first form of transaction causation is that, absent the fraud, the purchase would have been made, but at a lower market price. Two approaches are possible here. If we assume that the investor primarily purchased a certain *number* of securities, then the "but for" loss is the artificial inflation at the moment of purchase, multiplied by the number of securities. I have argued that there is no loss at the moment of purchase. The loss materialises to the extent that artificial inflation dissipates the price while the investor is still holding his securities. If the investor has also sold securities before the truth was revealed, no loss has therefore materialised (at least in part). What is relevant when establishing the amount of damages is whether the artificial inflation in the market price remained constant,

increased, or decreased after purchase. If the artificial inflation decreased, then the damage on the securities that were sold materialises only in part. If the artificial inflation remained constant, there is no loss on the shares that were sold. If the artificial inflation increased, there is no loss on the shares that were sold, but rather a gain. Under Dutch law, I have defended the position that these gains need to be netted with the losses on the securities that were retained until the truth was disclosed.

If we assume the investor invested a certain sum in euros (without caring about the specific number of securities he will receive), the “but for” loss according to the comparative method is the amount of money needed to buy the (net) incremental number of shares that would have been obtained but for the fraud. In other words, the loss is the market value of the securities that were not received. In that case, the market value is determined by using the market price after disclosure. In this case, too, there is no loss at the moment of purchase. The loss materialises to the extent that the (percentage) change in the observed market price is worse than the (percentage) change of the hypothetical “but for” price.

The analysis is somewhat different for the second form of transaction causation, viz., that the purchase would not have occurred at all, but for the fraud. To calculate the amount of damages, the actual wealth position needs to be compared with the hypothetical wealth position, which in turn depends on how the investor would have allocated the initially invested sum of money. If the invested sum were to have been put in a savings account, the difference between the purchase price and the lower price of the security after disclosure is a loss, and the interest foregone on the invested sum of money can be qualified as lost profit. If the investor were to have invested the initial sum in a different security, the price development of both securities would need to be compared when calculating damages.

3.3 Legal cause; reference date for calculating damages

3.3.1 Reliance

I have investigated the extent to which an investor needs to have relied on the misrepresentation, and how the requirement relates to the cause-in-fact requirement of transaction causation. A distinction needs to be made between the two ways in which the investor can state his claim with respect to transaction causation.

If an investor claims that he would have bought the shares at a lower market price, transaction causation can be established even if there was no reliance. In my opinion, legal cause can also be assumed. I see no room for a stricter reliance requirement in terms of legal cause. In its recent World Online decision, however, the Dutch Supreme Court does seem to require reliance. Legal cause may be considered broken if an investor knew or believed that the company was misleading the market. However, I have argued that under Dutch law it is preferable to view this as an issue of contributory negligence. The investor still pays too much, but could have avoided doing so. In my view, no distinction needs to be made with respect to

the reliance requirements between the different statutory provisions governing securities fraud claims, or between transactions on the primary or secondary market.

An investor can also claim that, but for the fraud, he would not have bought the security at all (at the prevailing market price, be it lower or not). In this case, *to establish cause-in-fact (transaction causation)*, the investor will have to show – except for a presumption – that he has relied on the misrepresentation, either directly by reading the information document, or indirectly through an advisor or media coverage. Here, reliance is a precondition for transaction causation. Moreover, reliance needs to be reasonable. After disclosure, reliance is no longer reasonable, so legal cause cannot be established.

3.3.2 Reference date for damage calculation

I have argued that the reference date for calculating damages is the moment that the truth becomes fully known. Thereafter, retaining or selling the relevant securities is an investment decision, and the risk of that decision needs to be borne by the investor. However, an important refinement is that the development in the security's price after this reference date is relevant to see whether there has been an overreaction after the truth was revealed. In case of partial disclosures, the development of the security's price is relevant, until the moment that the truth is fully disclosed.

3.3.3 The amount of legally recoverable losses

With respect to the amount of legally recoverable damages, I have argued that this amount should be related to the artificial inflation in the security's price. This is irrespective of the legal basis for the claim, or the identity of the defendants. A more precise analysis has been given in § 4.5.3.d-e. Stated briefly, the residual price drop after disclosure serves as a cap for the legally recoverable loss on a security that has been purchased at an artificially inflated price. The residual price drop is defined as the drop after disclosure, excluding economy-wide, industry and firm-specific developments unrelated to the fraud. There is no damage claim for securities that have been both bought and sold in the period during which the fraud was on the market, the reason being that the investor accepts investment risk by retaining securities.

After the truth is disclosed, the drop in the stock price may reflect a crash component. I have argued that adjustments may be made for an increase in the security's price that occurs after the panic fades. The original residual price drop was not an accurate reflection of the artificial inflation at the moment of disclosure. In this context, the question has been addressed of what to do with additional losses that have been caused by a sale at a low, "panic price". I have argued that these losses are proximately caused by the fraud, as they are a reasonably foreseeable consequence.

If the market was fundamentally inefficient during the period of the fraud, one may wonder whether the "but for" losses are also fully proximately caused by the fraud. This is especially relevant if a bubble bursts just after the disclosure of the

truth. The bubble will be reflected in the amount of artificial inflation during the period of the fraud. I have argued that legally recoverable damages can be limited by the judge in this case.

3.6 Reducing the amount of legally recoverable damages

3.6.1 Netting gains and losses

According to Dutch law, if the same event has resulted in both a gain and a loss, then this gain needs to be deducted from the loss, if this is reasonable. I have argued that gains from sales at artificially inflated prices need to be netted with the losses. They are closely related to the loss that results from securities that are bought at artificially inflated prices. In this thesis I have defended the standpoint that an investor does not suffer a loss at the moment of purchase. Therefore, there is only a gain if the investor sells securities that he already held before the misstatement during the period of the fraud, or if the artificial inflation increases during the period of the fraud and the investor both buys and sells securities.

3.6.2 Contributory negligence

I have analysed the question if there can be contributory negligence on the part of the investor. Under section 6:101 of the Dutch Civil Code, contributory negligence is primarily framed as a causal criterion, but ultimately it is often decisive whether the injured party has acted differently than he should have done under the circumstances.

If the investor has relied on a misstatement directly (by reading the misleading document) or indirectly (through an intermediary or media coverage), the only question with respect to contributory negligence is whether the reliance was reasonable. One could argue that there is no legal cause if reliance was unreasonable, but one could also reason that there *is* legal cause, combined with contributory negligence on the part of the investor. The fact that the investor has relied only indirectly on misstatements does not result in contributory negligence. Even if the investor were to have relied directly on the misstatement, the same losses would have occurred. An investor can also suffer losses without relying on a misstatement, i.e. if the market price would have been lower without the fraud. Two cases may be distinguished here. The first is that the investor relied on the integrity of the information disseminated, and hence on the ‘integrity’ of the market price. The second is that the investor did not rely on the integrity of the information disseminated. In its recent World Online decision, the Dutch Supreme Court seems to hold that an investor has no claim in both cases, due to a lack of reliance. Contributory negligence is then no longer relevant. This would be an unfortunate development in Dutch law. I have argued that a more balanced solution can be found for the two distinct cases by applying a contributory negligence framework.

An investor can suffer additional losses if he sells shares at a panic price after the truth comes out. I have argued that there is usually no contributory negligence with respect to these additional losses.

Under Dutch law, a plaintiff has a general duty to limit his losses. If the reference date for the calculation of damages coincides with the moment the truth is revealed, this duty is no longer relevant for later 'losses' as a result of drops in the stock price. There is no causation between the fraud and later stock price drops. The truth can come out gradually, through several partial disclosures. In this case, the question can be raised whether an investor speculates on the extent of the fraud by retaining his securities, so that subsequent drops in the market price due to the magnitude of the fraud, which were greater than the market expected, will be for his own risk. To the extent that the later price drop is the result of new information, I have argued that I see no objection to reimbursing the investor for the additional loss.

3.6.3 Limitation of damages

Under Dutch law, the judge may limit the amount of damages, if full compensation would lead to apparently unacceptable consequences (section 6:109 Dutch Civil Code). I have analysed whether the liability of board members, members of the supervisory board, the lead manager, the accountant and the issuer can be limited. I have argued that judicial limitation can be reasonable, especially if the procedural possibilities for collective redress improve.

4. Proof of causation and damages

4.1 The degree of market efficiency

The previous analysis has shown that there are only legally recoverable losses if and to the extent that the market price has been artificially inflated by a fraud. A fraud will only cause an artificially inflated market price if investors actually base their investment decisions on misleading information. The information does not need to be accurately reflected in the stock price (i.e. according to finance theory) to cause a price effect. The stock price can reflect different types of information at a different speed. US case law shows several factors that can be used to analyse the extent to which the market is able to translate new information into a stock's price. Factors that have been analysed include: (i) the average weekly trading volume expressed as a percentage of total outstanding shares; (ii) the number of securities analysts who follow and report on the stock; (iii) the extent to which market makers and arbitrageurs trade in the stock; (iv) the existence of empirical facts showing a cause and effect relationship between unexpected corporate events or financial releases and an immediate response in the stock price; (v) the company's market capitalisation; (vi) the bid-ask spread for stock sales; and (vii) float, the stock's trading volume, not counting insider-owned stock. I have argued that under Dutch law, market efficiency is less important in litigation than it is under US law. Even on an inefficient market, the fraud may be reflected in the market price. Proof that the

price of the security was altered will have to be based primarily on an “event study”. The factors identified above (of which the fourth is by far the most important) can support such an event study.

4.2 Price line and value line

The artificial inflation in the security’s price can be graphically depicted by a price line and a value line. The price line is the actual price during each day of the period during which the market was misled, whereas the value line is the hypothetical price that would have resulted if the market had been correctly informed. The price line can easily be constructed, but the value line can only be estimated. Three major factors that influence the security’s price must be removed when estimating the value line: (i) economy-wide information; (ii) industry information; and (iii) firm-specific information unrelated to the fraud. Usually, the price effect of the fraud is calculated by the use of an event study. This procedure utilises three steps to determine the effect of an event – disclosure of the truth – on the stock price: (i) defining an event window; (ii) calculating an abnormal return on the stock during the event window, taking into account economy-wide, industry and firm-specific information; (iii) testing the statistical significance of the abnormal return. The value line may then be constructed by working backwards in time, using the magnitude of the residual price drop. Different assumptions may be used in working backwards, based on the influence the information would have on the security’s price according to finance theory. The value line may sometimes also be estimated using the price reaction at the start of the period that the market is being defrauded (forward casting). Several complications have been discussed with respect to the suggested approach.

4.3 The investor’s and defendant’s procedural position at trial

4.3.1 Proof of the causal links

How can transaction causation be proved by an investor? The answer depends on how the investor phrases his damages claim. He can state that but for the fraud he: (i) would have bought the security at a lower market price; (ii) would not have bought the security at all (at the prevailing market price); or (iii) would have bought the security at a lower market price *or* would not have bought at all.

If the investor states that but for the fraud he would have bought the shares at a lower market price, he can try to prove the allegation with the help of an expert opinion. The expert may try to estimate a price line and a value line, showing the fact that market price was influenced at the moment of purchase. Proof of transaction causation does not require proof of the exact magnitude of the price inflation. In its recent World Online decision, the Dutch Supreme Court wrongly seems to require reliance in addition to proof of an altered market price. This reliance requirement is met for only some of the total number of investors who would have

bought at a lower market price. The Supreme Court does relieve the burden of proof, however, by presuming reliance on the basis of a misstatement.

If the investor posits that, but for the fraud, the security would not have been bought at all (at the prevailing market price, be it lower or not), the investor will face a difficult burden of proof. I have argued that a presumption of transaction causation may be applied if the investor shows a residual price drop after disclosure of the truth (showing that the market was actually misled). However, the Dutch Supreme Court has determined that in case of a misstatement in a prospectus, it can be assumed that an investor on the primary market would not have purchased the security, and that an investor on the secondary market would either not have bought the security or would have bought it on different terms. I have argued that this approach is too favourable to investors. Moreover, the Supreme Court decision with respect to secondary market purchasers raises the question of whether it can be assumed that they would not have bought at all, not even at a lower market price that would have resulted but for the fraud. The single fact that there is reliance does not automatically imply that the investor would not have bought at a commensurately lower market price. In my approach there is no objection to a presumption with respect to the investor's claim that he would not have bought at all. I limit the amount of recoverable damages to the amount of the artificial price inflation, and only apply a presumption if the investor himself shows a residual price drop (thereby substantiating the amount of the artificial price inflation).

If the investor states that, but for the fraud, he would have bought the security at a lower market price, or would not have bought at all, the allegation can be proved with an expert opinion underpinning the artificial inflation in the market price. After all, assuming that the investor would have bought at a lower market price, the expert opinion is sufficient proof, and assuming the investor would not have bought at all, the residual price drop is sufficient for a presumption.

I have argued that a statutory presumption of transaction causation or reliance is unnecessary under Dutch law.

The second link of "but for" causation concerns the causal link between the alleged loss and transaction causation. For an investor who claims that he would have bought the shares at a lower price but for the fraud, the framework of the price line and value line is not only used to show transaction causation, but also when and how the artificial inflation departed from the market price. This shows that a price drop (or lost profit) on retained shares was actually caused by the fraud. If an investor states that he would not have invested in the security at all, information is required as to how the investor would have acted. The existence and the magnitude of damages will have to be proved in a similar way.

4.3.2 Damages

If the investor proves that, but for the fraud, he would have bought the security at a lower market price, the amount of damages depends on the amount of artificial inflation. In securities fraud cases, an event study can be used to show *that* the price

was moved, as well as the *extent* to which it was moved. The judge may be confronted with many uncertainties concerning the reconstruction of the value line, based on the event study. According to Dutch law, the judge has broad discretion when estimating damages.

Apart from the amount of the price inflation, the investor will have to provide information about purchases and sales during and after the timeframe defined by the price line and value line. The magnitude of damages will follow from these transaction data. For the amount of damages, it matters whether the investor ordered a certain number of the security, or invested a certain sum in euros (without caring about a specific number of the relevant securities). The judge may require a substantiated statement from the investor on this issue.

A complication arises if a rebuttable presumption of transaction causation has been allowed on behalf of an investor who claims he would not have bought at all but for the fraud. It is unclear how the investor would have acted. The judge could require an investor to provide information about his general pattern of investment and his investment profile. Moreover, the judge has broad discretion under section 6:97 of the Dutch Civil Code to estimate damages by making reasonable assumptions about the most probable conduct of the particular investor, or investors in general. With respect to incidental investors, he may presume that they would have put the invested sum in a savings account. In this case I have argued that the amount of legally recoverable loss may possibly need to be limited by the amount of the artificial price inflation. With respect to active investors, the judge may presume that they wanted to take an investment risk, and would have invested in a similar investment object. The amount of damages per security is then *approximately* the amount of the residual price drop. If the amount of damages is higher, the residual price drop again serves as a limitation.

A statutory measure of damages can be considered under Dutch law, since the comparative method for calculating damages is hard to apply. With respect to purchases on the primary market (and the direct aftermarket), it is difficult to show that (and the extent to which) the price at which the securities were issued was influenced by the fraud. There is no efficient market yet, and there may have been stabilisation purchases by banks. A statutory measure of damages could therefore be desirable. However, after the recent World Online decision of the Dutch Supreme Court, this no longer seems necessary. The decision effectively eliminates the need to show that the price at which the securities were issued was influenced. In my opinion there is no need for a statutory measure of damages for purchases on the secondary market.

4.3.3 *The position of defendants*

With respect to the position of the possible defendants (issuer, members of the board or supervisory board, banks, accountant), three types of defences have been analysed: (i) challenging (presumptions of) cause-in-fact and the magnitude of damages; (ii) arguing that the “but for” losses are not proximately caused by the

fraud; (iii) arguing for reduction of the amount of recoverable losses (netting, contributory negligence, capping liability).

5. *Collective redress of investment losses*

5.1 *Joint claims*

Although a class action for damages is not possible under Dutch law, investors can try to sue individually with a common counsel, creating a pool of joint claims. Common issues for the investors may then be addressed, but the judge will continue to treat the claims separately with respect to causation and damages. The investors have three ways of stating their claim. They can state that but for the fraud: (i) the securities would have been bought at a lower market price; (ii) the securities would not have been bought at all; (iii) the securities would have been bought at a lower market price *or* would not have been bought at all. The Dutch Supreme Court seems to require reliance for all three options, although reliance is presumed if there was a misstatement. A defendant may try to rebut the presumption with respect to certain investors, which hinders the joinder of claims. There are other problems, too, depending on the way investors state their claims. If investors chose option (i), they can show whether the market price was influenced by the fraud, but at the damages stage there are differences between investors who purchase a certain specified number of the security and investors who purchase for a certain sum in euros (without caring about specific numbers of the security). A survey of purchases and sales in the period of the fraud will not reveal which case applies. If investors choose option (ii), the judge can only establish the existence and magnitude of damages if he knows how the investor would have allocated the invested amount but for the fraud. Frequently, the judge will have to estimate damages, but this estimation needs to be based on previous investment behaviour and the investment profile. This requires individualised proof. If investors chose option (iii), the heterogeneity among them is a combination of the heterogeneity of the first two options. The requirement of commonality is not met if one strictly upholds the principle that an investor only has a claim for damages *actually* suffered. Particular defences may further limit the possibilities for assessing the claims collectively. Contributory negligence is such a defence, although I expect that this defence will rarely succeed in fraud-on-the-market cases.

5.2 *Group procedures*

An interest group can sue on behalf of investors in a group action according to section 3:305a Dutch Civil Code. However, s. 3:305a(3) does not allow a collective claim for damages. Usually, the interest group will ask for a declaratory judgment that the defendants have committed a tort, whereafter individual follow-up procedures are necessary to establish damages. A collective settlement may also result from the declaratory judgment.

One of the important questions with respect to group actions is whether an interest group can ask the court to fix the artificial price inflation for each day of the class period. This would provide an important step in easing the determination of causation and damages and contributing to an efficient dispute resolution. I have argued that this request by the interest group does not necessarily conflict with the purpose of s. 3:305a(3) Dutch Civil Code. However, in certain cases the request may be problematic, as a result of conflicts of interest between investors as to the placement of the price line and value line.

If the judge does not grant the request, a second-best solution is that the interest group claims damages on behalf of a few selected, representative investors. An expert opinion establishing a price line and value line may be used. The court's opinion on these selected claims provides a good indication of the amount of price inflation a court is willing to acknowledge, thereby facilitating a collective settlement.

5.3 Collective settlements

Under Dutch law, the court can declare a settlement binding on all damaged investors, at the joint request of a representative interest group and the defendants. The judge will not declare the settlement binding if, among other things, the compensation is not reasonable, taking into account the magnitude of damages, the ease and speed with which the compensation can be obtained, and the possible causes of the damage.

To calculate the aggregate loss, for example for settlement negotiations, the damage of individual investors needs to be summed. A problem is that the actual damage per investor depends on how he would (probably) have acted absent the fraud. This subjective element hinders the calculation of the aggregate loss, especially if the identity of investors is unknown. A way to approximate the aggregate loss is to use trading volumes, together with the framework of the price line and value line. An adjustment needs to be made with respect to sales before disclosure (in-and-out trading), which can be done using a trading model, which is a mathematical model that makes assumptions about underlying trading patterns. Three models have been discussed: (i) the proportional trading model, (ii) the accelerated trading model, and (iii) the multi trader model. These models are used in practice to evaluate whether the total amount of compensation is reasonable. The compensation is usually expressed as a percentage of total damages, calculated by using a proportional trading model, and then compared to average settlement percentages in previous judicially approved settlements. In this way, a trading model can be useful in evaluating the reasonableness of the compensation, although it can only roughly approximate the true amount of aggregate damages.

I have analysed the way in which damage scheduling has been used in recent Dutch cases. A certain standardisation is used in the calculation of each investor's claim. In the Shell case, an expert calculated the artificial inflation for the relevant period. Some broader categories have been defined on the basis of this calculation. Finally, the investors have claims under the settlement, based on the timing of their purchases and sales. No inquiry is made into the investor's motives for purchasing

shares. This approach is pragmatic and desirable. It would be very costly to investigate the actual loss for each investor, whereas the gain in precision is relatively modest compared to the more standardised approach.

5.4 Damages class actions

5.4.1 The fear for legal and technical complications

A securities class action for damages is not permitted under Dutch law. Legislative history reveals that there was some fear of numerous legal and technical complications. I have analysed the extent to which the requirements of causation and damages can be addressed in a securities class action. By way of a thought experiment, I have assumed the Dutch legislator lifts the ban on damages class actions by eliminating s. 3:305a(3) Dutch Civil Code, to assess the realism of the complications that were feared. If this section is eliminated, a damages class action can only be initiated by an interest group. There is no separate certification phase, although the judge may issue an interlocutory judgment at any time. I have assumed that the investors on whose behalf the interest group sues, are bound by a judgment, unless they opt out in a timely manner. A corollary is that the interest group will need to be representative.

5.4.2 Causal links

The first causal link of cause-in-fact is transaction causation. An interest group can state that, but for the fraud, the investors on whose behalf it acts: (i) would have bought the security at a lower market price; (ii) would not have purchased the security at all; (iii) would have purchased the security at a lower market price, or would not have bought at all.

The Dutch Supreme Court requires reliance for all three ways of stating the claim. However, reliance can be presumed if there was misrepresentation. If the burden of proof is alleviated in this way, it is not necessary for each investor to show reliance, which would make a damages class action impossible. The defendant can try to rebut the presumption, e.g. with respect to certain types of investors or certain individual investors. This requires an assessment of the position of individual investors. Although common issues can be addressed first, this possibility of rebuttal will in the end prevent compensation from being awarded to the interest group for an unknown number and group of investors.

If the interest group states that the purchases would have been made at a lower market price (options i and iii above), proof of this statement can be provided by an expert opinion. Both the first and second link of cause-in-fact can be demonstrated in this way. Investors have similar interests here. Possible conflicts of interest may arise if there is uncertainty about the end of the class period. Investors selling in the uncertain period have an interest opposite to that of investors buying the security. This does not seem to be a problem that violates the commonality requirement.

If the interest group states that the purchase would (probably) not have occurred but for the fraud, and a rebuttable presumption is applied with respect to this statement, this does not yet show that the alleged losses are actually caused by the fraud. A comparison needs to be made with the hypothetical wealth position of the individual investor in the absence of the fraud. This issue is closely related to the estimation of the magnitude of damages, and is problematic in a damages class action.

5.4.3 Damages; other forms of dissimilarity between claims

The fact that an interest group sues on behalf of holders of different types of securities does not preclude a group action for damages.

Defendants in US cases have repeatedly argued that there are conflicts of interest between retention buyers and in-and-out buyers. A few remarks can be made about this potential conflict. First, I have argued that under Dutch law there is no damage claim for securities that have been sold before the truth came out. Conflicts of interest nevertheless can occur in some special cases. If the judge were to be granted the authority to create subclasses, as under US law, these conflicts of interests could be adequately addressed.

In US case law, defendants have argued that there are conflicts of interest between, on the one hand, investors who hold a larger share in the capital of the firm during the law suit than during the class period (equity holders), and all other investors (non-equity holders) on the other hand. Defendants argue that the equity holders would lose more as shareholders than they will win from the compensation, as the compensation will result in a depreciation of the stock price. Nevertheless, I have argued that equity holders and non-equity holders can be represented by a single interest group.

In US case law, calculation of damages is seen by some courts as a virtually mechanical task. It is uncertain whether this view can be upheld under Dutch law. It depends on the extent to which the judge wants to maintain the principle that an investor should only be compensated for the actual damage sustained. In chapter 4 of this thesis I have illustrated many different ways to calculate damages, based on how the investor would (probably) have acted but for the fraud. If the judge were to require individualised proof about how the investor would probably have acted, then individual follow-up procedures would be unavoidable. This is undesirable from the viewpoint of efficiency. First, I have argued that the legally recoverable loss is always limited by the artificial inflation in the security's price. Second, the cost of the inquiry into how the investor acted and would have acted may not be proportional to the gain in precision of the damage calculus. The Dutch judge may have the discretion under current law to standardise the measure of damages, not using the comparative method. The legislator could adopt a more uniform measure of damages. Introducing some additional statutory provisions may be desirable if a damages class action is allowed, particularly provisions that facilitate relatively simple follow-up procedures.

5.4.4 Contributory negligence

I have argued that there is little room for a defence of contributory negligence, at least to the extent that the damages claims are related to the artificial price inflation at the moment of purchase (fraud-on-the-market cases). After the World Online decision by the Dutch Supreme Court, the procedural debate about the question whether the investor was actually misled will be phrased in terms of reliance. In my opinion this is undesirable. Reliance is not a “but for” requirement if the investor states that he would have bought at a lower market price. However, there can be contributory negligence in this case, if he did not rely on the integrity of the information disseminated (and hence not on the ‘integrity’ of the market price). Under Dutch law, defendants need to substantiate a contributory negligence defence. This will be very hard in practice. Individual factors such as the investor’s expertise and experience are not relevant where the damages are related to the artificial price inflation.

Under Dutch law there is probably no contributory negligence with respect to additional losses as a result of sales at a panic price. Therefore there is no heterogeneity that hinders a class action for damages. The obligation to limit losses is not relevant in fraud-on-the-market cases, even in the case of partial disclosures. Hence, it is not necessary to investigate in individual procedures whether the investor should have sold his shares.

5.4.5 The desirability of a damages class action

American experience shows that a damages class action does not lead to insurmountable problems. However, it does not seem wise to introduce the possibility that interest groups could sue for damages under Dutch law, without introducing additional statutory provisions. The ability of the judge to manage the action would be quite limited without these additional provisions. Even if a damages class action is allowed, the possibility of aggregating individual claims remains subject to limitations, which in turn depend on the way the judge: (i) allows for a rebuttal of the presumption of reliance; (ii) calculates the amount of damages (the degree of standardisation he is willing to adopt); (iii) deals with a contributory negligence defence. I expect that the gain in societal welfare by allowing a damages class action would be limited, especially if under current law an interest group can ask the judge to issue a declaratory judgment on the amount of artificial price inflation during the class period. If the price line and value line are established, it is relatively easy to calculate the loss of individual investors. I expect that in practice a collective settlement would always follow the judgment. Although the danger of abuse of a damages class action in the Netherlands seems limited, several critical remarks can be made about a damages class action from the perspective of compensation and prevention.

BIJLAGE

REGELGEVING

Securities Act 1933 (bron: www.law.uc.edu/CCL)

Section 11 – Civil Liabilities on Account of False Registration Statement

a. Persons possessing cause of action; persons liable

In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue–

1. every person who signed the registration statement;
2. every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted;
3. every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner; every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;
4. every underwriter with respect to such security.

If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person.

b. Persons exempt from liability upon proof of issues

Notwithstanding the provisions of subsection (a) of this section no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof–

1. that before the effective date of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted (A) he had resigned from or had taken such steps as are permitted by law to resign from, or ceased or refused to act in, every office, capacity, or

relationship in which he was described in the registration statement as acting or agreeing to act, and (B) he had advised the Commission and the issuer in writing that he had taken such action and that he would not be responsible for such part of the registration statement; or

2. that if such part of the registration statement became effective without his knowledge, upon becoming aware of such fact he forthwith acted and advised the Commission, in accordance with paragraph (1) of this subsection, and, in addition, gave reasonable public notice that such part of the registration statement had become effective without his knowledge; or
3. that (A) as regards any part of the registration statement not purporting to be made on the authority of an expert, and not purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert, and not purporting to be made on the authority of a public official document or statement, he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading; and (B) as regards any part of the registration statement purporting to be made upon his authority as an expert or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of himself as an expert, (i) he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or (ii) such part of the registration statement did not fairly represent his statement as an expert or was not a fair copy of or extract from his report or valuation as an expert; and (C) as regards any part of the registration statement purporting to be made on the authority of an expert (other than himself) or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert (other than himself), he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue or that there was an omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement of the expert or was not a fair copy of or extract from the report or valuation of the expert; and (D) as regards any part of the registration statement purporting to be a statement made by an official person or purporting to be a copy of or extract from a public official document, he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue, or that there was an omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement made by the official person or was not a fair copy of or extract from the public official document.

c. Standard of reasonableness

In determining, for the purpose of paragraph (3) of subsection (b) of this section, what constitutes reasonable investigation and reasonable ground for belief, the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property.

d. Effective date of registration statement with regard to underwriters

If any person becomes an underwriter with respect to the security after the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted has become effective, then for the purposes of paragraph (3) of subsection (b) of this section such part of the registration statement shall be considered as having become effective with respect to such person as of the time when he became an underwriter.

e. Measure of damages; undertaking for payment of costs

The suit authorized under subsection (a) of this section may be to recover such damages as shall represent the difference between the amount paid for the security (not exceeding the price at which the security was offered to the public) and (1) the value thereof as of the time such suit was brought, or (2) the price at which such security shall have been disposed of in the market before suit, or (3) the price at which such security shall have been disposed of after suit but before judgment if such damages shall be less than the damages representing the difference between the amount paid for the security (not exceeding the price at which the security was offered to the public) and the value thereof as of the time such suit was brought: Provided, that if the defendant proves that any portion or all of such damages represents other than the depreciation in value of such security resulting from such part of the registration statement, with respect to which his liability is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, such portion of or all such damages shall not be recoverable. In no event shall any underwriter (unless such underwriter shall have knowingly received from the issuer for acting as an underwriter some benefit, directly or indirectly, in which all other underwriters similarly situated did not share in proportion to their respective interests in the underwriting) be liable in any suit or as a consequence of suits authorized under subsection (a) of this section for damages in excess of the total price at which the securities underwritten by him and distributed to the public were offered to the public. In any suit under this or any other section of this title the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, including reasonable attorney's fees, and if judgment shall be rendered against a party litigant, upon the motion of the other party litigant, such costs may be assessed in favor of such party litigant (whether or not such undertaking has been required) if the court believes the suit or the defense to have been without merit, in an amount sufficient to reimburse him for the reasonable expenses incurred by him, in connection with such suit, such costs to be taxed in the manner usually provided for taxing of costs in the court in which the suit was heard.

f. Joint and several liability; liability of outside director

1. Except as provided in paragraph (2), all or any one or more of the persons specified in subsection (a) of this section shall be jointly and severally liable, and every person who becomes liable to make any payment under this section may recover contribution as in cases of contract from any person who, if sued separately, would have been liable to make the same payment, unless the person who has become liable was, and the other was not, guilty of fraudulent misrepresentation.
2. A. The liability of an outside director under subsection (e) shall be determined in accordance with section 21D(f) of the Securities Exchange Act of 1934.

B. For purposes of this paragraph, the term “outside director” shall have the meaning given such term by rule or regulation of the Commission.

g. Offering price to public as maximum amount recoverable

In no case shall the amount recoverable under this section exceed the price at which the security was offered to the public.

Section 12 – Civil Liabilities Arising in Connection with Prospectuses and Communications

a. In general

Any person who—

- (1) offers or sells a security in violation of section 5, or
- (2) offers or sells a security (whether or not exempted by the provisions of section 3, other than paragraphs (2) and (14) of subsection (a) of said section), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.

b. Loss causation

In an action described in subsection (a)(2), if the person who offered or sold such security proves that any portion or all of the amount recoverable under subsection (a)(2) represents other than the depreciation in value of the subject security resulting from such part of the prospectus or oral communication, with respect to which the liability of that person is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statement not misleading, then such portion or amount, as the case may be, shall not be recoverable.

Securities Exchange Act 1934 (bron: www.law.uc.edu/CCL)

s.10 Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

- a. 1. To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security registered on a national securities exchange, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.
2. Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.
- b. To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

Rules promulgated under subsection (b) that prohibit fraud, manipulation, or insider trading (but not rules imposing or specifying reporting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading), and judicial precedents decided under subsection (b) and rules promulgated thereunder that prohibit fraud, manipulation, or insider trading, shall apply to security-based swap agreements (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) to the same extent as they apply to securities. Judicial precedents decided under section 17(a) of the Securities Act of 1933 and sections 9, 15, 16, 20, and 21A of this title, and judicial precedents decided under applicable rules promulgated under such sections, shall apply to security-based swap agreements (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) to the same extent as they apply to securities.

S.20 Liabilities of Controlling Persons and Persons Who Aid and Abet Violations

a. Joint and several liability; good faith defense

Every person who, directly or indirectly, controls any person liable under any provision of this title or of any rule or regulation thereunder shall also be liable jointly and severally with and to the same extent as such controlled person to any person to whom such controlled person is liable, unless the controlling person acted in good faith and did not directly or indirectly induce the act or acts constituting the violation or cause of action.

b. Unlawful activity through or by means of any other person

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to do any act or thing which it would be unlawful for such person to do under the provisions of this title or any rule or regulation thereunder through or by means of any other person.

c. Hindering, delaying, or obstructing the making or filing of any document, report, or information

It shall be unlawful for any director or officer of, or any owner of any securities issued by, any issuer required to file any document, report, or information under this title or any rule or regulation thereunder without just cause to hinder, delay, or obstruct the making or filing of any such document, report, or information.

d. Liability for trading in securities while in possession of material nonpublic information

Wherever communicating, or purchasing or selling a security while in possession of, material nonpublic information would violate, or result in liability to any purchaser or seller of the security under any provisions of this title, or any rule or regulation thereunder, such conduct in connection with a purchase or sale of a put, call, straddle, option, privilege or security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) with respect to such security or with respect to a group or index of securities including such security, shall also violate and result in comparable liability to any purchaser or seller of that security under such provision, rule, or regulation.

e. Prosecution of persons who aid and abet violations

For purposes of any action brought by the Commission under paragraph (1) or (3) of section 21(d), any person that knowingly provides substantial assistance to another person in violation of a provision of this title, or of any rule or regulation issued under this title, shall be deemed to be in violation of such provision to the same extent as the person to whom such assistance is provided.

f. (...)

S. 21D – Private Securities Litigation

a. Private class actions

1. In general

The provisions of this subsection shall apply in each private action arising under this title that is brought as a plaintiff class action pursuant to the Federal Rules of Civil Procedure.

2. Certification filed with complaint (...)

3. Appointment of lead plaintiff (...)

4. Recovery by plaintiffs (...)

5. Restrictions on settlements under seal (...)

6. Restrictions on payment of attorneys' fees and expenses (...)

7. Disclosure of settlement terms to class members (...)

b. Requirements for securities fraud actions

1. Misleading statements and omissions

In any private action arising under this title in which the plaintiff alleges that the defendant—

A. made an untrue statement of a material fact; or

B. omitted to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances in which they were made, not misleading; the complaint shall specify each statement alleged to have been misleading, the reason or reasons why the statement is misleading, and, if an allegation regarding the statement or omission is made on information and belief, the complaint shall state with particularity all facts on which that belief is formed.

2. Required state of mind

In any private action arising under this title in which the plaintiff may recover money damages only on proof that the defendant acted with a particular state of mind, the complaint shall, with respect to each act or omission alleged to violate this title, state with particularity facts giving rise to a strong inference that the defendant acted with the required state of mind.

3. Motion to dismiss; stay of discovery

A. Dismissal for failure to meet pleading requirements

In any private action arising under this title, the court shall, on the motion of any defendant, dismiss the complaint if the requirements of paragraphs (1) and (2) are not met.

B. Stay of discovery

In any private action arising under this title, all discovery and other proceedings shall be stayed during the pendency of any motion to dismiss, unless the court finds upon the motion of any party that particularized discovery is necessary to preserve evidence or to prevent undue prejudice to that party.

C. Preservation of evidence

i. In general

During the pendency of any stay of discovery pursuant to this paragraph, unless otherwise ordered by the court, any party to the action with actual notice of the allegations contained in the complaint shall treat all documents, data compilations (including electronically recorded or stored data), and tangible objects that are in the custody or control of such person and that are relevant to the allegations, as if they were the subject of a continuing request for production of documents from an opposing party under the Federal Rules of Civil Procedure.

ii. Sanction for willful violation

A party aggrieved by the willful failure of an opposing party to comply with clause (i) may apply to the court for an order awarding appropriate sanctions.

D. Circumvention of stay of discovery

Upon a proper showing, a court may stay discovery proceedings in any private action in a State court, as necessary in aid of its jurisdiction, or to protect or effectuate its judgments, in an action subject to a stay of discovery pursuant to this paragraph.

4. Loss causation

In any private action arising under this title, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this title caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages.

c. Sanctions for abusive litigation (...)

d. Defendant's right to written interrogatories (...)

e. Limitation on damages

1. In general

Except as provided in paragraph (2), in any private action arising under this title in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, the award of damages to the plaintiff shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the subject security and the mean trading price of that security during the 90-day period beginning on the date on which the information correcting the misstatement or omission that is the basis for the action is disseminated to the market.

2. Exception

In any private action arising under this title in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, if the plaintiff sells or repurchases the subject security prior to the expiration of the 90-day period described in paragraph (1), the plaintiff's damages shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the security and the mean trading price of the security during the period

beginning immediately after dissemination of information correcting the misstatement or omission and ending on the date on which the plaintiff sells or repurchases the security.

3. Definition

For purposes of this subsection, the “mean trading price” of a security shall be an average of the daily trading price of that security, determined as of the close of the market each day during the 90-day period referred to in paragraph (1).

f. Proportionate liability (...)

Rule 10b-5 (bron: <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10b-5.html>)

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

Federal Rules of Civil Procedure (bron: www.law.cornell.edu/rules/frcp/)

Rule 23 Class Actions

(a) Prerequisites

One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if:

- (1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable,
- (2) there are questions of law or fact common to the class,
- (3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class; and
- (4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class.

(b) Types of Class Actions

A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if:

- (1) (...)

- (2) (...) or
- (3) the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy. The matters pertinent to these findings include:
 - (A) the class members' interests in individually controlling the prosecution or defense of separate actions;
 - (B) the extent and nature of any litigation concerning the controversy already begun by or against class members;
 - (C) the desirability or undesirability of concentrating the litigation of the claims in the particular forum; and
 - (D) the likely difficulties in managing a class action.

(c) Certification Order; Notice to Class Members; Judgment; Issues Classes; Subclasses

- (1) Certification Order.
 - (A) Time to Issue. At an early practicable time after a person sues or is sued as a class representative, the court must determine by order whether to certify the action as a class action.
 - (B) Defining the Class; Appointing Class Counsel. An order that certifies a class action must define the class and the class claims, issues, or defenses, and must appoint class counsel under Rule 23(g).
 - (C) Altering or Amending the Order. An order that grants or denies class certification may be altered or amended before final judgment.
- (2) Notice.
 - (A) For (b)(1) or (b)(2) Classes. For any class certified under Rule 23(b)(1) or (b)(2), the court may direct appropriate notice to the class.
 - (B) For (b)(3) Classes. For any class certified under Rule 23(b)(3), the court must direct to class members the best notice that is practicable under the circumstances, including individual notice to all members who can be identified through reasonable effort. The notice must clearly and concisely state in plain, easily understood language:
 - (i) the nature of the action;
 - (ii) the definition of the class certified;
 - (iii) the class claims, issues, or defenses;
 - (iv) that a class member may enter an appearance through an attorney if the member so desires;
 - (v) that the court will exclude from the class any member who requests exclusion;
 - (vi) the time and manner for requesting exclusion; and
 - (vii) the binding effect of a class judgment on members under Rule 23(c)(3).
- (3) Judgment.

Whether or not favorable to the class, the judgment in a class action must:

 - (A) for any class certified under Rule 23(b)(1) or (b)(2), include and describe those whom the court finds to be class members; and

- (B) for any class certified under Rule 23(b)(3), include and specify or describe those to whom the Rule 23(c)(2) notice was directed, who have not requested exclusion, and whom the court finds to be class members.

(4) Particular Issues.

When appropriate, an action may be brought or maintained as a class action with respect to particular issues.

(5) Subclasses.

When appropriate, a class may be divided into subclasses that are each treated as a class under this rule.

(d) Conducting the Action.

(1) In General.

In conducting an action under this rule, the court may issue orders that:

- (A) determine the course of proceedings or prescribe measures to prevent undue repetition or complication in presenting evidence or argument;
- (B) require — to protect class members and fairly conduct the action — giving appropriate notice to some or all class members of:
 - (i) any step in the action;
 - (ii) the proposed extent of the judgment; or
 - (iii) the members' opportunity to signify whether they consider the representation fair and adequate, to intervene and present claims or defenses, or to otherwise come into the action;
- (C) impose conditions on the representative parties or on intervenors;
- (D) require that the pleadings be amended to eliminate allegations about representation of absent persons and that the action proceed accordingly; or
- (E) deal with similar procedural matters.

(2) Combining and Amending Orders.

An order under Rule 23(d)(1) may be altered or amended from time to time and may be combined with an order under Rule 16.

(e) Settlement, Voluntary Dismissal, or Compromise.

The claims, issues, or defenses of a certified class may be settled, voluntarily dismissed, or compromised only with the court's approval. The following procedures apply to a proposed settlement, voluntary dismissal, or compromise:

- (1) The court must direct notice in a reasonable manner to all class members who would be bound by the proposal.
- (2) If the proposal would bind class members, the court may approve it only after a hearing and on finding that it is fair, reasonable, and adequate.
- (3) The parties seeking approval must file a statement identifying any agreement made in connection with the proposal.

- (4) If the class action was previously certified under Rule 23(b)(3), the court may refuse to approve a settlement unless it affords a new opportunity to request exclusion to individual class members who had an earlier opportunity to request exclusion but did not do so.
- (5) Any class member may object to the proposal if it requires court approval under this subdivision (e); the objection may be withdrawn only with the court's approval.

(f) Appeals

A court of appeals may permit an appeal from an order granting or denying class-action certification under this rule if a petition for permission to appeal is filed with the circuit clerk within 10 days after the order is entered. An appeal does not stay proceedings in the district court unless the district judge or the court of appeals so orders.

(g) Class Counsel (...)

(h) Attorney's Fees and Nontaxable Costs (...)

REGISTERS

JURISPRUDENTIE

Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen

HvJ EG 19 september 1995, NJ 1997, 52 m.nt. Th.M. de Boer

HvJ EG 16 juli 1998, NJ 2000, 374 (Gut Springenheide)

Hoge Raad

HR 3 februari 1927, NJ 1927, 636 (Ligterink/Oss e.a.)

HR 25 november 1927, NJ 1928, 364 m.nt. P. Scholten (Kretschmar/Mendes de Leon)

HR 11 december 1931, NJ 1932, 157 (Aeilkema-Veenkoloniale Bank)

HR 11 maart 1938, NJ 1939, 128 m.nt. E.M. Meijers

HR 3 februari 1956, NJ 1956, 158 m.nt. L.E.H. Rutten

HR 20 maart 1970, NJ 1970, 251 (Doorenbos/NV Intercommunale Waterleidinggebied Leeuwarden)

HR 9 juni 1972, NJ 1972, 360 m.nt. G.J. Scholten (Vereniging Centrale Werkgevers Risico-Bank/Oskam e.a.)

HR 16 maart 1973, NJ 1973, 407 (NV Cornelis Swarttouw's Stuwadoors Maatschappij/Roussis)

HR 21 maart 1975, NJ 1975, 372 (Vereniging Centrale Werkgevers Risicobank/Erven en rechtsverkrijgenden Waal)

HR 17 juni 1975, NJ 1976, 81 m.nt. G.J. Scholten (Heesters/Schenkelaars Muziekinstrumentenfabriek CV)

HR 19 december 1975, NJ 1976, 280 (NV De Nederlandsche Lloyd Ongevallen/Staat)

HR 4 november 1977, NJ 1978, 146 m.nt. G.J. Scholten (G.E.M. Line Ltd./Staat)

HR 9 juni 1978, NJ 1978, 583 (Smulders/NV Interpolis NCB)

HR 5 oktober 1979, NJ 1980, 43 m.nt. G.J. Scholten (Tauber/Verhey)

HR 2 november 1979, NJ 1980, 77 m.nt. G.J. Scholten (Bedrijfsvereniging voor overheidsdiensten/Vereniging "Ziekenzorg")

HR 25 maart 1983, NJ 1984, 629 m.nt. C.J.H. Brunner (Steengaassteller)

HR 27 januari 1984, NJ 1984, 536 (Bedrijfsvereniging voor overheidsdiensten/Van den Akker)

HR 8 februari 1985, NJ 1986, 136 m.nt. C.J.H. Brunner (Joe/Chicago Bridge & Iron Company Inc.)

HR 27 juni 1986, NJ 1987, 743 (De Nieuwe Meer)

HR 27 februari 1987, NJ 1987, 584 (van der Peijl/Erasmus College e.a.)

HR 13 november 1987, NJ 1988, 210 m.nt. W.C.L. van der Grinten (AGO Schadeverzekering Maatschappij NV/Nederlandse Credietbank NV)

HR 18 december 1987, NJ 1988, 439 (Amsterdam-Rotterdam Bank NV/Bromet)

HR 4 november 1988, NJ 1989, 751 m.nt. C.J.H. Brunner (ABP/Van Stuyvenberg)

HR 25 mei 1990, NJ 1990, 577 (Boukes/Schuurmans)

HR 2 november 1990, NJ 1991, 24 (Van Dijk/Woonvereniging "Beter Wonen")

HR 18 december 1992, NJ 1994, 91 m.nt. E.A.A. Luijten (Franken/H.)

HR 30 september 1994, NJ 1996, 197 m.nt. C.J.H. Brunner (Staat/Solvay Duphar BV)
HR 2 december 1994, NJ 1995, 288 m.nt. J.M.M. Maeijer (Poot/ABP)
HR 2 december 1994, NJ 1996, 246 m.nt. D.W.F. Verkade (Coopag)
HR 13 januari 1995, NJ 1997, 175 m.nt. C.J.H. Brunner (Ziekenhuis De Heel/Korver)
HR 9 juni 1995, NJ 1995, 692 m.nt. P. van Schilfgaarde (Financierings- en Administratiekantoor Finad BV/Worst Accountants BV e.a.)
HR 6 oktober 1995, NJ 1998, 190 m.nt. C.J.H. Brunner (Hilbrands e.a./Veenhoven)
HR 17 januari 1997, NJ 1997, 222 (Geerlofs Koeltechniek BV/Meisma)
HR 21 februari 1997, NJ 1999, 145 m.nt. C.J.H. Brunner (O./B.)
HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer (Philips Electronics NV/VEB e.a.)
HR 7 november 1997, NJ 1998, 364 (Groskamp/Staat)
HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade (Boterenbrood/MeesPierson NV)
HR 28 mei 1999, NJ 1999, 564 m.nt. A.R. Bloembergen (Theeongeval Losser)
HR 11 februari 2000, NJ 2000, 275 (De Preter/Van Uitert Onroerend Goed BV)
HR 28 april 2000, NJ 2000, 690 m.nt. A.R. Bloembergen (Gemeente Dordrecht/Stokvast BV)
HR 29 september 2000, NJ 2001, 105 m.nt. A.R. Bloembergen (Aannemingsmaatschappij Paulissen BV/Staat)
HR 2 maart 2001, NJ 2001, 649 m.nt. J.B.M. Vranken (Stichting M. e.a./H.)
HR 23 november 2001, NJ 2002, 387 m.nt. J.B.M. Vranken
HR 22 februari 2002, NJ 2002, 240 m.nt. J.B.M. Vranken (Kindertaxi)
HR 14 juni 2002, NJ 2003, 689 m.nt. H.J. Snijders (Varkenshouders/Staat)
HR 25 oktober 2002, NJ 2003, 171 m.nt. M. Scheltema
HR 28 maart 2003, NJ 2003, 389 (V./Branderhorst)
HR 18 april 2003, NJ 2004, 306 m.nt. W.D.H. Asser (ACE Insurance e.a./Fino Bewaking BV)
HR 9 mei 2003, NJ 2005, 168 m.nt. W.D.H. Asser (Beliën/Provincie Noord-Brabant)
HR 11 juli 2003, NJ 2005, 50 m.nt. J.B.M. Vranken (Bravenboer/London Verzekeringen NV)
HR 5 december 2003, NJ 2004, 74
HR 19 maart 2004, NJ 2004, 307 m.nt. W.D.H. Asser (slapende patiënt)
HR 9 april 2004, NJ 2004, 308 m.nt. W.D.H. Asser (D./Achmea Schadeverzekeringen NV)
HR 7 mei 2004, NJ 2006, 281 m.nt. J. Hijma (Duwbak Linda)
HR 24 september 2004, NJ 2005, 466 m.nt. W.D.H. Asser (Stad Rotterdam/Stam)
HR 17 december 2004, NJ 2006, 147 m.nt. C.J. H. Brunner (Hertel/Van der Lugt)
HR 18 maart 2005, NJ 2006, 606 m.nt. J.B.M. Vranken (Academisch Ziekenhuis Leiden e.a./X)
HR 8 april 2005, NJ 2005, 284 (Aydin/X e.a.)
HR 20 mei 2005, RvdW 2005, 75 (B./Zee Electronics BV)
HR 25 november 2005, NJ 2007, 141 m.nt. C.J.H. Brunner (Eurosportief 2000 CV e.a./Wesselink)
HR 23 december 2005, NJ 2006, 289 m.nt. M.R. Mok; JOR 2006/20 (Fortis Bank (Nederland)/Stichting Volendam e.a.)
HR 31 maart 2006, RvdW 2006, 328 (Nefalit/Karamus)
HR 29 september 2006, RvdW 2006, 909 (X/Stichting Gezondheidszorg Oostelijk Zuid-Limburg)
HR 13 oktober 2006; NJ 2008, 527 m.nt. C.C. van Dam onder NJ 2008, 529; JOR 2006/295 m.nt. D. Busch (DNB/Stichting Vie d'Or)
HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 528 m.nt. C.C. van Dam onder NJ 2008, 529; JOR 2006/296 m.nt. H. Beckman (Deloitte & Touche e.a./Stichting Vie d'Or)

HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 529 m.nt. C.C. van Dam; JOR 2006/297 (Hewitt Associates e.a./Stichting Vie d'Or)
HR 2 februari 2007, NJ 2007, 92 (Juresta Nederland BV)
HR 7 december 2007, NJ 2007, 644 (beroepsfout bij bevalling)
HR 30 mei 2008, JOR 2008/209 m.nt. B.J. de Jong; Ondernemingsrecht 2008, p. 364-368 met commentaar A.C.W. Pijls en H.M. Vletter-van Dort (De Boer e.a./TMF)
HR 20 juni 2008, JOR 2008/260 m.nt. Y. Borrius (Willemsen/NOM)
HR 5 juni 2009, LJN: BH2811 (Levob Bank NV/X)
HR 5 juni 2009, NJ 2009, 257 (X/Axa Schade NV)
HR 10 juli 2009, LJN: BI3402 (X/Trailer Service Nederland BV)
HR 4 september 2009, NJ 2009, 398 (Van Eendenburg e.a./Alternatieve Bouw en Ontwikkelingscombinatie Wateringseveld BV)
HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.)
HR 4 december 2009, LJN: BJ7320 (X/Staalbankiers BV)

Hof

Hof Amsterdam 16 november 1989, NJ 1991, 304 (Dettmer jr/Verburg)
Hof Amsterdam 5 december 2002, JOR 2003/116
Hof Amsterdam 24 oktober 2003, JOR 2004/44 (Flexovit)
Hof Amsterdam 7 oktober 2004, JOR 2004/329 (Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO BANK NV)
Hof Amsterdam 4 januari 1996, NJ 1997, 213 (Wever/De Kraker e.a.)
Hof Amsterdam 1 juni 2006, NJ 2006, 461 (DES)
Hof Amsterdam 25 januari 2007, NJ 2007, 427; JOR 2007/71 m.nt. A.F.J.A. Leijten (Dexia)
Hof Amsterdam 3 mei 2007, JOR 2007/154 m.nt. M.W. den Boogert (World Online)
Hof Arnhem 16 oktober 2007, JOR 2007/299 (Glavimans e.a./Baan e.a.)
Hof Amsterdam 13 december 2007, NJ 2008, 118 (Plazacasa BV/Stichting Baas in Eigen Huis)
Hof 's-Gravenhage 22 mei 2008, JOR 2008/223 (Verhoeff/KPNQwest)
Hof Amsterdam 29 april 2009, JOR 2009/196 m.nt. A.F.J.A. Leijten onder JOR 2009/197 (Vie d'Or)
Hof Amsterdam 29 mei 2009, JOR 2009/197 m.nt. A.F.J.A. Leijten; Ondernemingsrecht 2009, p. 465-472 met commentaar B.J. de Jong (Shell)
Hof Amsterdam 15 juli 2009, JOR 2009/325 m.nt. A.C.W. Pijls; Ondernemingsrecht 2009, p. 700-704 met commentaar B.J. de Jong (Vedior)

Rechtbank

Rb. Alkmaar 9 juni 1983, NJ 1984, 215 (Geervliet q.q./Staat e.a.)
Rb. Rotterdam 8 juni 1990, NJ 1991, 210 (Drop, pro se en q.q./De Jong)
Rb. Rotterdam 18 juli 2002, JOR 2002/167
Rb. Amsterdam 17 december 2003, JOR 2004/79 m.nt. M.W. den Boogert; Ondernemingsrecht 2004, p. 92-95 m.nt. H.M. Vletter-van Dort (World Online)
Rb. Arnhem 23 maart 2005, JOR 2005/140 (Baan)
Rb. Arnhem 23 november 2005, JOR 2006/2 (Baan)

Rb. Amsterdam 11 juni 2008, JOR 2009/133 (St. Claim Lengai/Feederlines e.a.)
Voorzieningenrechter Rb. Rotterdam 3 september 2008, JOR 2008/274 m.nt. G.T.J. Hoff (Danone Baby and Medical Nutrition BV/AFM)
Voorzieningenrechter Rb. Rotterdam 8 juli 2009, JOR 2009/234 m.nt. G.T.J. Hoff (Vedior)
Rb. Amsterdam 17 september 2009, LJN: BJ7905 (FortisEffect e.a./Staat e.a.)

Commissie van Beroep DSI / Kifid

(zie www.dsi.nl onder 'Commissies en Jurisprudentie')
KCHB 12 februari 2001, nr. 1
KCHB 27 augustus 2001, nr. 10
KCHB 30 juli 2002, JOR 2002/165 m.nt. K. Frielink onder JOR 2002/166
KCHB 15 december 2003, nr. 65
KCHB 31 maart 2009, nr. 369

Klachtencommissie DSI / Kifid

(zie www.dsi.nl onder 'Commissies en Jurisprudentie')
Klachtencommissie Beursbedrijf 17 september 1998, JOR 1999/255
KCD 23 april 2001, nr. 95
KCD 4 mei 2001, nr. 119
KCD 27 augustus 2002, JOR 2003/90
KCD 20 februari 2003, nr. 34
KCD 28 maart 2003, nr. 51
KCD 20 oktober 2003, nr. 155
KCD 20 oktober 2003, nr. 158
KCD 3 maart 2004, nr. 29
KCD 4 maart 2004, nr. 36, JOR 2004/113
KCD 23 juli 2004, nr. 112
KCD 14 juli 2004, nr. 107
KCD 14 oktober 2004, nr. 157
KCD 2 mei 2006, nr. 102
KCD 5 juli 2006, nr. 125
KCD 25 april 2007, nr. 28

Supreme Court of the United States

Superintendent v. Bankers Life, 404 U.S. 6 (1971)
Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972)
Blue Chip Stamps, et al. v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975)
TSC Industries, Inc. v. Northway, 426 U.S. 438 (1976)
Oppenheimer Fund Inc. v. Sanders, 437 U.S. 340 (1978)
Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375 (1983)
Randall v. Loftsgaarden, 478 U.S. 647 (1986)
Basic v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)
Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc., 509 U.S. 579 (1993)

Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver N.A., 511 U.S. 164 (1994)
Gustafson v. Alloyd Co, Inc., 513 U.S. 561 (1995)
In Kumho Tire Co, Ltd v. Carmichael 525 U.S. 137 (1999)
Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005)
Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308 (2007)
Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific Atlanta, Inc. et al., 128 S.Ct. 761 (2008)

United States Court of Appeals

Cade v. Murphy, 113 F.2d 988 (1st Cir. 1940)
O'Mally v. Ames, 197 F.2d 256 (8th Cir. 1952)
List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965)
SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)
City of Detroit v. Grinnell Corp., 495 F.2d 448 (2nd Cir. 1974)
Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974), cert. denied, 421 U.S. 976 (1975)
Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975)
Green v. Occidental Petroleum Corp., 541 F.2d 1335 (9th Cir. 1976)
Sanders v. Levy, 558 F.2d 636 (2d Cir. 1976)
Ross v. A.H. Robbins, 607 F.2d 545 (2d Cir. 1979)
Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F.2d 1222 (7th Cir. 1980)
Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981)
Shores v. Sklar, 647 F.2d 462 (5th Cir. 1981)
Berger v. Bishop Investment Corporation, 695 F.2d 302 (8th Cir. 1982)
Shores v. Sklar, 844 F.2d 1485 (11th Cir. 1988)
Freeman v. Laventhol & Horwath, 915 F.2d 193 (6th Cir. 1990)
Romani v. Shearson Lehman Hutton, 929 F.2d 875 (1st Cir. 1991)
Raab v. Gen. Physics Corp., 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993)
In re Worlds of Wonder Sec. Lit., 35 F.3d 1407 (9th Cir. 1994)
Kowal v. MCI Communications Corp., 16 F.3d 1271 (D.C. Cir. 1994)
Robbins v. Koger Props, Inc. 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997)
Binder v. Gillespie 184 F.3d 1059 (9th Cir. 1999)
Moore v. PaineWebber, Inc., 189 F.3d 165 (2d Cir. 1999)
Press v. Chemical Inv. Servs., 166 F.3d 529 (2d Cir. 1999)
Joseph v. Wiles, 223 F.3d 1155 (10th Cir. 2000)
Oran v. Stafford, 226 F.3d 275 (3d Cir. 2000)
Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank, 250 F.3d 87 (2d Cir. 2001)
GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt, 272 F.3d 189, 208 (3d Cir. 2001)
Broudo v. Dura Pharmaceuticals, 339 F.3d 933 (9th Cir. 2003)
DeMaria v. Andersen, 318 F.3d 170, 178 (2d Cir. 2003)
No. 84 Employer-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. Am. West Holding Corp., 320 F.3d 920 (9th Cir. 2003)
Carnegie v. Household Int'l, Inc., 376 F.3d 656 (7th Cir. 2004)
Greenberg v. Crossroads Sys., Inc., 364 F.3d 657 (5th Cir. 2004)
In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005)
In re Xcelera.com Securities Litigation, 430 F.3d 503 (1st Cir. 2005)

Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc., 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005)
Unger v. Amedisys Inc., 401 F.3d 316, 324 (5th Cir. 2005)
Glaser v. Enzo Biochem, 464 F.3d 474 (4th Cir. 2006)
Lattanzio v. Deloitte & Touche LLP, 476 F.3d 147 (2d Cir. 2007)
Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007); Harvard Law Review 2008, p. 890-897
Luskin v. Intervoice-Brite Inc., 261 Fed.Appx. 697 (5th Cir. 2008)
Morrison v. National Australia Bank Ltd., 547 F.3d 167 (2nd Cir. 2008)
Alaska Electrical Pension Fund v. Flowserve Corp., 572 F.3d 221 (5th Cir. 2009)
Fener v. Belo Corp., 579 F.3d 401 (5th Cir. 2009)
In re Williams Sec. Litig. - WCG Subclass, 558 F.3d 1130 (10th Cir. 2009)
Lormand v. US Unwired, Inc., 565 F.3d 228 (5th Cir. 2009)

United States District Court

Kardon v. National Gypsum Co. 69 F. Supp. 512 (E.D.Pa. 1946)
Fischer v. Kletz, 41 F.R.D. 377 (S.D.N.Y. 1966)
Beecher v. Able, 435 F.Supp. 397 (S.D.N.Y. 1977)
In re LTV Securities Litigation, 88 F.R.D. 134, 143 (N.D.Tex. 1980)
In Model Associates, Inc. v. U. S. Steel Corp., 88 F.R.D. 338 (S.D.Ohio 1980)
Schlanger v. Four-Phase Systems Inc., 555 F.Supp. 535 (S.D.N.Y. 1982)
Amunrud v. Taurus Drilling Limited, 1983 WL 1412 (D.Mont.1983)
Hollenbeck v. Falstaff Brewing Corp., 605 F.Supp. 421 (E.D.Mo. 1984)
Greenwald v. Integrated Energy, 102 F.R.D. 65 (S.D.Texas 1984)
In re Storage Tech. Corp. Sec. Litig., 113 F.R.D. 113 (D.Colo. 1986)
In re Fortune Systems Securities Litigation, 680 F.Supp. 1360 (N.D.Cal. 1987)
Zlotnick v. TIE Communications, Inc., 123 F.R.D. 189 (E.D.Pa. 1988)
Priest v. Zavre Corp., 118 F.R.D. 552 (D.Mass. 1988)
Cammer v. Bloom, 711 F.Supp. 1264 (D.N.J. 1989)
Deutschman v. Beneficial Corp., 132 F.R.D. 359 (D.Del. 1990)
Worlds of Wonder Sec. Lit., 814 F. Supp. 850 (N.D.Cal. 1993)
Endo v. Albertine, 147 F.R.D. 164 (N.D.Ill. 1993)
Fox v. Equimark Corp., 1994 WL 560994 (W.D.Pa. 1994)
Robbins v. Deloitte & Touche, LLP, 1995 WL 17205104 (M.D.Fla. 1995)
Ziemack v. Centel Corp, 163 F.R.D. 530 (N.D.Ill. 1995)
O'Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479 (W.D.Mich. 1996)
In re Executive Telecard, Ltd. Sec. Litig., 979 F.Supp. 1021 (S.D.N.Y. 1997)
Ganesh L.L.C. v. Computer Learning Centers, Inc. 183 F.R.D. 487 (E.D.Va. 1998)
Koch v. Koch Industries, Inc., 6 F.Supp.2d 1192 (D.Kan. 1998)
Serfaty v. Int'l Automated Sys., 180 F.R.D. 418 (D.Utah 1998)
In re Paracelsus Corp., 6 F.Supp.2d 626 (S.D.Tex. 1998)
Feiner v. SS & C Technologies, Inc., 47 F.Supp.2d 250 (D.Conn. 1999)
Arduini/Messina Partnership v. National Medical Financial Services Corp., 74 F.Supp.2d 352 (S.D.N.Y. 1999)
Kaufman v. Motorola, Inc., No. 95 C 1069, 2000 WL 1506892 (N.D.Ill. 2000).
Berwecky v. Bear, Stearns & Co., 197 F.R.D. 65 (S.D.N.Y. 2000)

Griffin v. GK Intelligent Sys., 196 F.R.D 298 (S.D.Tex. 2000)
Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467 (N.D.Tex. 2001)
Bell v. Fore Systems, Inc, 2002 WL 32097540 (W.D.Pa. 2002).
In re Enron Corp. Sec. Litig., 206 F.R.D. 427 (S.D.Tex. 2002)
In re WorldCom Inc. Sec. Litig., 219 F.R.D. 267 (S.D.N.Y. 2003)
In re Imperial Credit Indus. Incl. Sec. Litig., 252 F.Supp.2d 1014 (C.D.Cal. 2003)
In re Oxford Health Plans, Inc. Securities Litigation, 244 F.Supp.2d 247 (S.D.N.Y. 2003)
In re Polymedica Corp. Securities Litigation, 224 F.R.D. 27 (D.Mass. 2004)
In re Transkaryotic Therapies, Inc. Securities Litigation, 319 F.Supp.2d 152 (D.Mass. 2004)
Shanahan v. Vallat, 2004 WL 2937805 (S.D.N.Y. 2004)
In re Molson Coors Brewing Co. Securities Litigation, 233 F.R.D. 147 (D.Del. 2005)
In re Broadcom Corporation Securities Litigation, 2005 WL 1403756 (C.D.Cal. 2005)
In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 2005 WL 491397 (S.D.N.Y. 2005)
In re Sepracor Inc., 233 F.R.D. 52 (D.Mass. 2005)
In re Cornerstone Propane Partners, L.P. Securities Litigation, 2006 WL 1180267 (N.D.Cal. 2006)
In re NTL, Inc. Securities Litigation, 2006 WL 330113 (S.D.N.Y. 2006)
In re eSpeed, Inc. Securities Litigation, 2006 WL 880045 (S.D.N.Y. 2006)
In Re Tyco International, Ltd., 236 F.R.D. 62 (D.N.H. 2006)
In re Veritas Software Corp. Securities Litigation, 2006 WL 1431209 (D.Del. 2006)
In re Winstar Communications 2006 WL 473885 (S.D.N.Y. 2006)
Weiss v. Friedman, Billings, Ramsey Group, Inc., 2006 WL 197036 (S.D.N.Y. 2006)
Levie v. Sears, Roebuck & Co., 496 F.Supp.2d 944 (N.D.Ill. 2007)
Marsden v. Select Medical Corp., 2007 WL 518556 (E.D.Pa. 2007)
In re Credit suisse-AOL Securities Litigation, 253 F.R.D. 17 (D.Mass. 2008)
In re Initial Public Offering Securities Litigation, 544 F.Supp.2d 277 (S.D.N.Y. 2008)
Freudenberg v. E*Trade Financial Corp., 2008 WL 2876373 (S.D.N.Y. 2008)
In re Moody's Corp. Securities Litigation, 2009 WL 435323 (S.D.N.Y. 2009)
In re LDK Solar Securities Litigation, 2009 WL 196396 (N.D.Cal. 2009)
In re Refco, Inc. Securities Litigation, 609 F.Supp.2d 304 (S.D.N.Y. 2009)

AANGEHAALDE LITERATUUR

- AFM-brochure koersgevoelige informatie* 2007, AFM, Openbaarmaking Koersgevoelige Informatie, Amsterdam januari 2007, www.afm.nl.
- AFM-report* 2007, AFM, The effects of a change in market abuse regulation on stock prices and volumes: Evidence from the Amsterdam stock market, Amsterdam september 2007, www.afm.nl.
- AFM-veelgestelde vragen* 2007, AFM, Veelgestelde vragen over de Wet marktmisbruik, Amsterdam 25 mei 2007, www.afm.nl.
- Akerlof & Shiller* 2009, G.A. Akerlof & R.J. Shiller, Animal spirits; how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism, Princeton: Princeton University Press 2009.
- Alexander* 1994, J.C. Alexander, 'The value of bad news in securities class actions', *UCLA Law Review* 1994, p. 1421-1469.
- Alexander* 1996, J.C. Alexander, 'Rethinking damages in securities class actions', *Stanford Law Review* 1996, p. 1487-1537.
- Allen* 2007, L. Allen, 'Meeting Daubert standards in calculating damages for shareholder class action litigation', *Business Lawyer* 2007, p. 955-969.
- Van den Akker* 2001, E.J.A.M. van den Akker, Beroepsaansprakelijkheid ten opzichte van derden (diss. Tilburg), Den Haag: BJu 2001.
- Akkermans* 2000, A.J. Akkermans, 'Theorie en praktijk van proportionele aansprakelijkheid', in: A.J. Akkermans, M. Faure & T. Hartlief (red.), *Proportionele aansprakelijkheid*, Den Haag: BJu 2000, p. 85-134.
- Akkermans* 2002, A.J. Akkermans, De 'omkeringsregel' bij het bewijs van causaal verband (oratie), Den Haag: BJu 2002.
- Van Andel & Rutten* 2008, W.J.M. van Andel & K. Rutten, 'Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 97, Deventer: Kluwer 2008, p. 173-188.
- Asser/Hartkamp 4-III* 2006, A.S. Hartkamp, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Verbintenissenrecht. Deel III. De verbintenis uit de wet, Deventer: Kluwer 2006.
- Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II** 2009, A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, 6, Verbintenissenrecht. Deel II, De verbintenis in het algemeen, tweede gedeelte, Deventer: Kluwer 2009.
- Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. R.G.J. Nowak), Mr. C. Asser's handleiding tot de

- beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Rechtspersonenrecht, deel II, De naamloze en besloten vennootschap, Deventer: Kluwer 2009.
- Asser 2004*, W.D.H. Asser, Bewijslastverdeling, Deventer: Kluwer 2004.
- Asser, Groen & Vranken 2006*, W.D.H. Asser, H.A. Groen & J.B.M. Vranken, Uitgebalanceerd, Eindrapport Fundamentele herbezinning Nederlands burgerlijk procesrecht, Den Haag: BJu 2006.
- Van Baalen 2007*, S.B. van Baalen, 'De honderd ogen van Argus. Aansprakelijkheid als gevolg van schending van financiële regels', in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming & financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht, deel 40, Deventer: Kluwer 2007, p. 661-675.
- Barber 1994*, B.M. Barber, P.A. Griffin & B. Lev, 'The fraud-on-the-market theory and the indicators of common stocks' efficiency', *Journal of Corporation Law* 1994, p. 285-312.
- Beaver & Malernee 2000*, W.H. Beaver & J.K. Malernee, 'Estimating damages in securities fraud cases slides', in: *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, Practising Law Institute 2000, p. 627-644.
- Beckman 1991*, H. Beckman, 'Persoonlijke aansprakelijkheid van de openbaar accountant', in: *Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 37, Deventer: Kluwer 1991, p. 17-51.
- Beckman 1994*, H. Beckman, 'Bestuurder, taak en aansprakelijkheid', in: *Bestuur en toezicht: taken, verantwoordelijkheden, aansprakelijkheden van bestuurders en commissarissen*, Deventer: Kluwer 1994, p. 49-149.
- Beckman 2005*, H. Beckman, 'Vragen uit de rechtspraktijk (14): Decharge van bestuurders en commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 139-141.
- Beckman 2008*, H. Beckman, *Hoofdlijnen van het jaarrekeningenrecht*, Deventer: Kluwer 2008.
- Black 1986*, F. Black, 'Noise', *Journal of Finance* 1986, p. 529-543.
- Bloembergen 1965*, A.R. Bloembergen, *Schadevergoeding bij onrechtmatige daad* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 1965.
- Blom 1996*, M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de leadmanager* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 1996.
- Boertien 1962*, C. Boertien, *De civielrechtelijke aansprakelijkheid van de openbare accountant naar Engels en Nederlands recht* (diss. VU Amsterdam), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1962.
- Bolt 1989*, A.T. Bolt, *Voordeelstoerekening bij de begroting van de schadevergoeding in geval van onrechtmatige daad en wanprestatie* (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 1989.
- Bras 2006*, M. Bras, 'Verleden, heden en toekomst van artikel 2:150 BW', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman (Beckman-bundel)*, Kluwer 2006, p. 73-86.

- Brav & Heaton 2003*, A. Brav & J.B. Heaton, 'Market indeterminacy', *Journal of Corporation Law* 2003, p. 517-539.
- Brealy, Myers & Allen 2006*, R.A. Brealy, S.C. Myers & F. Allen, *Principles of corporate finance*, Boston MA: McGraw-Hill Irwin 2006.
- Van den Brink 2008*, V. van den Brink, 'Stellen, betwisten, bewijzen – een handleiding', *Praktisch procederen* 2008, p. 89-100.
- Brown & Warner 1985*, S.J. Brown & J.B. Warner, 'Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies', *Journal of Financial Economics* 1985, p. 3-31.
- Bruegger & Dunbar 2009*, E. Bruegger & F.C. Dunbar, 'Estimating financial fraud damages with response coefficients', <http://ssrn.com/abstract=1438256>, 2009.
- Buckberg e.a. 2005*, Elaine Buckberg e.a., *Recent trends in shareholder class action litigation: are WorldCom and Enron the new standard?*, NERA Econ. Consulting, 2005.
- Buxbaum 2007*, H.L. Buxbaum, 'Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict', <http://ssrn.com/abstract=996422>, 2007.
- Calabresi 1977*, G. Calabresi, *The Costs of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven: Yale University Press 1977.
- Choi 2004*, S.J. Choi, 'The Evidence on securities class actions', <http://ssrn.com/abstract=528145>, 2004.
- Choi & Pritchard 2005*, S.J. Choi & A.C. Pritchard, *Securities regulation: cases and analysis*, New York: Foundation Press Thomson West 2005.
- Coffee 2005*, J.C. Coffee, 'Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reject Broudo', *Business Lawyer* 2005, p. 533-548.
- Coffee 2006*, J.C. Coffee, 'Reforming the securities class action: an essay on deterrence and its implementation', *Columbia Law Review* 2006, p. 1534-1586.
- Cornegoor 2009*, J. Cornegoor, 'Collectieve acties en belangenorganisaties in hun verschijningsvormen', in: F.M.A. 't Hart (red.), *Collectieve acties in de financiële sector*, Amsterdam: NIBE-SVV 2009, p. 13-32.
- Cornell & Morgan 1990*, B. Cornell & R.G. Morgan, 'Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases', *UCLA Law Review* 2009, p. 883-924.
- Cox 1997*, J.D. Cox, 'Making securities fraud class actions virtuous', *Arizona Law Review* 1997, p. 497-524.
- Cox & Thomas 2005*, J.D. Cox & R.S. Thomas, 'Letting billions slip through your fingers: empirical evidence and legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements', *Stanford Law Review* 2005, p. 411-454.
- Cox & Thomas 2009*, J.D. Cox & R.S. Thomas, 'Mapping the American shareholder litigation experience: a survey of empirical studies of the enforcement of the U.S. Securities Law', *ECFR* 2009, p. 164-203.

- Craig MacKinlay 1997*, A. Craig MacKinlay, 'Event studies in economics and finance', *Journal of Economic Literature* 1997, p. 13-39.
- Croiset van Uchelen 2004*, A.R.J. Croiset van Uchelen, 'Van corporate litigation naar corporate settlement. Het wetsontwerp Collectieve afwikkeling massaschade', in: G. van Solinge & M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 75, Deventer: Kluwer 2004, p. 129-160.
- Croiset van Uchelen 2005*, A.R.J. Croiset van Uchelen, 'Het wetsvoorstel Collectieve afwikkeling massaschade (Wv 29 414)', in: G. van Solinge, M. Holtzer & A.F.J.A. Leijten (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 82, Deventer: Kluwer 2005, p. 321-29.
- Croiset van Uchelen e.a. 2007*, A.R.J. Croiset van Uchelen e.a., "Mission statement" van een gelegenheidscoalitie; Naar een effectievere afwikkeling van massaschade', *NJB* 2007, p. 2621-2624.
- Cummings 2005*, A.D. Pond Cummings, "Ain't No Glory in Pain": How the 1994 Republican Revolution and the Private Securities Litigation Reform Act Contributed to the Collapse of the United States Capital Markets', *Nebraska Law Review* 2005, p. 979-1072.
- Van Dijk 2007*, D.J.C. van Dijk, Goed nieuws is geen nieuws (oratie Rotterdam), *Inaugural Addresses Research in Management Series*, reference number ERIM: EIA-2007-031-F&A, 2007.
- Dunbar & Heller 2006*, C. Dunbar & D. Heller, 'Fraud on the market meets behavioral finance', *Delaware Journal of Corporate Law* 2006, p. 455-532.
- Easterbrook & Fischel 1985*, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Optimal damages in securities cases', *University of Chicago Law Review* 1985, p. 611-652.
- Easterbrook & Fischel 1991*, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The economic structure of corporate law*, Cambridge: Harvard University Press 1991.
- Van Eeghen 2004*, L.J. van Eeghen, 'Aansprakelijkheid voor de jaarrekening en de 'expectation gap' (2:139, 2:249, 2:362 en 2:384 lid 3 en 6:162 BW, RJ-richtlijnen, RAC, IAS)', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 572-577.
- Eisma 2007*, S.E. Eisma, 'Het doel van de Wft: een juridische benadering', in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Serie Onderneming en Recht, deel 40, Deventer: Kluwer 2007, p. 23-34.
- Euronext 2003*, Euronext Amsterdam, *Koersgevoelige informatie*, Amsterdam 2003.
- Evans 2009*, A.D. Evans, 'Are investors' gains and losses from securities fraud equal over time? Some preliminary evidence', *University of Michigan Law & Economics Working paper 09-002*, <http://ssrn.com/abstract=1121198>, 2009.
- Fama e.a. 1969*, Fama e.a. 'The adjustment of Stock Prices to New Information', *International Economic Review* 1969, p. 1-21.

- Fama 1970*, E.F. Fama, 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *Journal of Finance* 1970, p. 383-417.
- Fama 1991*, E.F. Fama, 'Efficient capital markets: II', *Journal of Finance* 1991, p. 1575-1617.
- Ferrell & Saha 2007*, A. Ferrell & A. Saha, 'The loss causation requirement for Rule 10b-5 causes-of action, the implication of *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*', *Business Lawyer* 2007, p. 163-186; <http://ssrn.com/abstract=1006088>.
- Finnerty & Goswami 2006*, J. Finnerty & G. Goswami, 'Determinants of the Settlement Amount in Securities Fraud Class Action Litigation', *Hastings Business Law Journal* 2006, p. 453-486.
- Fisch 2009*, J.E. Fisch, 'Cause for concern: causation and federal securities fraud', *Iowa Law Review* 2009, p. 811-872.
- Fischel & Ross 1994*, D.R. Fischel & D.J. Ross, 'The use of trading models to estimate aggregate damages in securities fraud litigation: a proposal for change', in: *Securities Class Actions: Abuses & Remedies* 131, The National Legal Center for the Public Interest 1994.
- Fischel, Ross & Keable 2006*, D.R. Fischel, D.J. Ross & M.A. Keable, An update, The National Legal Center for the Public Interest 2006.
- Fisher 2005*, W.O. Fisher, 'Does the efficient market theory help us do justice in a time of madness?', *Emory Law Journal* 2005, p. 843-977.
- Folladori 2008*, M.H. Folladori, 'Protecting forward looking statements: the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 and other safeguards', in: *Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series* 2008, p. 505-588.
- Fox 1999*, M.B. Fox, 'Retaining mandatory securities disclosure, Why issuer choice is not investor empowerment', *Virginia Law Review* 1999, p. 1335-1419.
- Fox 2005a*, M.B. Fox, 'Demystifying causation in fraud-on-the-market actions', *Business Lawyer* 2005, p. 507-532.
- Fox 2005b*, M.B. Fox, 'Understanding *Dura*', *Business Lawyer* 2005, p. 1547-1576.
- Fox 2009a*, M.B. Fox, 'Civil liability and mandatory disclosure', *Columbia Law Review* 2009, p. 237-308.
- Fox 2009b*, M.B. Fox, 'Why civil liability for disclosure violations when issuers do not trade?', *Wisconsin Law Review* 2009, p. 297-332.
- Franx 2007*, J.P. Franx, 'Inhoudelijke prospectusvereisten', in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht*, deel 40, Deventer: Kluwer 2007, p. 349-366.
- Frenk 1994*, N. Frenk, *Kollektieve akties in het privaatrecht* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 1994.
- Frenk & Wolffram-van Doorn 2009*, N. Frenk & A.M. Wolffram-van Doorn, 'Het voorontwerp prejudiciële vragen aan de Hoge Raad', *RM Themis* 2009, p. 154-163.
- Fumerton 2006*, R.A. Fumerton, 'Market overreaction and loss causation', *Business Lawyer* 2006, p. 89-101.

- Geerts, Van Hasselt & Vollebregt 2009*, P.G.F.A. Geerts, E.F. van Hasselt & E.R. Vollebregt, *Onerlijke handelspraktijken, vergelijkende reclame en misleidende reclame*, Deventer: Kluwer 2009.
- Giesen 1999*, I. Giesen, *Bewijslastverdeling bij beroepsaansprakelijkheid*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999.
- Giesen 2000*, I. Giesen, *Bewijs en aansprakelijkheid* (diss. Tilburg), Den Haag: BJu 2000.
- Giesen 2008*, I. Giesen & T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Proportionele tendensen in het verbintenissenrecht*, Preadvies voor de Vereniging voor Burgerlijk recht, Deventer: Kluwer 2008.
- Gilson & Kraakman 1984*, R.J. Gilson & R.H. Kraakman, 'The Mechanisms of Market Efficiency', *Virginia Law Review* 1984, p. 549-643.
- Van Ginneken 2006*, M.J. van Ginneken, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman* (Beckman-bundel), Deventer: Kluwer 2006, p. 151-165.
- Griffin 2002*, P.A. Griffin, 'A leage of ther own? Financial analysts' responses to restatements and corrective disclosures', <http://ssrn.com/abstract=326581>, 2002.
- Van der Grinten & Kortmann 1996*, W.C.L. van der Grinten & S.C.J.J. Kortmann, 'De Wet toezicht effectenverkeer (Wte)', in: *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 51, Deventer: Kluwer 1996, p. 1-20.
- Groenendijk 1981*, C.A. Groenendijk, *Bundeling van belangen bij de burgerlijke rechter* (diss. Nijmegen), Zwolle: Tjeenk Willink, 1981.
- De Groot & Akkermans 2007*, G. de Groot & A.J. Akkermans, 'Schadevaststelling, bewijslastverdeling en deskundigenbericht', *NTBR* 2007, p. 501-509.
- Grundmann-van de Krol 2005*, 'Beleggersbescherming: van vertrouwen op informatie, de goede zorgen van tussenpersonen tot vertrouwen op toezicht', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 113-119.
- Grundmann-van de Krol 2008*, C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: BJu 2008.
- Grundmann-van de Krol 2009*, C.M. Grundmann-van de Krol, 'Het informatie paradigma voorbij', in: *Met Recht* (Raaijmakers-bundel), Deventer: Kluwer 2009, p. 165-179.
- Hart & Honoré 1985*, H.L.A. Hart & T. Honoré, *Causation in the law*, Oxford: Oxford University Press 1985.
- 't Hart 2005*, F.M.A. 't Hart, 'De maat van eigen schuld', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 125-133.
- Hartkamp 2001*, A.S. Hartkamp, *Ongerechtvaardigde verrijking naast overeenkomst en onrechtmatige daad* (oratie Amsterdam), Amsterdam: Vossiuspers 2001.
- Hartlief 2009*, T. Hartlief, '9. Schadevergoedingsrecht', in: J. Spier e.a. (red.), *Verbintenissen uit de wet en Schadevergoeding*, Studiereeks Burgerlijk recht, Deventer: Kluwer 2009.

- Hazen, Law Sec. Reg.*, T.L. Hazen, Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulations, Thomson West (voortdurend geüpdatet).
- Van der Heijden & Van der Grinten 1992*, E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.
- Hermans 2006*, R.M. Hermans, 'Discovery' door middel van een deskundigenbericht', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2005-2006, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 87, Deventer: Kluwer 2006, p. 289-314.
- Hoff 1997*, G.T.J. Hoff, 'De lessen van het Co op-arrest', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht, Serie Onderneming en Recht, deel 7, Deventer: Kluwer 1997, p. 347-373.
- Hoff 2007*, G.T.J. Hoff, 'Regels ter voorkoming van marktmisbruik', in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Serie Onderneming en Recht, deel 40, Deventer: Kluwer 2007, p. 367-402.
- Jans e.a. 2002*, J.H. Jans e.a., Inleiding tot het Europees bestuursrecht, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002.
- Jansen, Schreuder & Verhagen 2003*, C.J.H. Jansen, E.R. Schreuder & H.L.E. Verhagen, Prospectusaansprakelijkheid, Amsterdam: NIBE-SVV 2003.
- Jarrell 2006*, G.A. Jarrell, Export report in de zaak In re Royal Dutch/Shell Transport Securities Litigation, 2006.
- De Jong 2005*, B.J. de Jong, 'Kanttekeningen bij Donners bezwaren tegen 'no cure, no pay'', NJB 2005, p. 631-633.
- De Jong 2007a*, B.J. de Jong, 'Schadeberekening in securities class actions', Ondernemingsrecht 2007, p. 237-243.
- De Jong 2007b*, B.J. de Jong, 'Schikking Shell met Europese beleggers', Ondernemingsrecht 2007, p. 311-316.
- De Jong 2007c*, B.J. de Jong, 'Class actions made difficult; Causaal verband, schade en collectieve acties', Ondernemingsrecht 2007, p. 514-522.
- De Jong 2008*, B.J. de Jong, 'Fraud on the market revisited', TvOB 2008, p. 137-140.
- De Jong 2009*, B.J. de Jong, 'Schikkingen ten behoeve van gedupeerde aandeelhouders Vedior en Numico', Ondernemingsrecht 2009, p. 259-263.
- Kaufman, Sec. Lit. Damages*, M.J. Kaufman, Securities Litigation: Damages, West Group (voortdurend geüpdatet).
- Kaufman & Wunderlich 2009*, M.J. Kaufman & J.M. Wunderlich, 'Regressing: the troubling dispositive role of event studies in securities fraud litigation', <http://ssrn.com/abstract=1372917>, 2009.
- Klaassen 2007 (Mon. BW B35)*, C.J.M. Klaassen, Monografieën BW B35, Schadevergoeding: algemeen, deel 2, Deventer: Kluwer 2007.
- Klaassen 2007*, C.J.M. Klaassen, 'Proportionele aansprakelijkheid: een goede of een kwade kans?', NJB 2007, p. 1346-1362.

- Van der Korst 1999*, P.J. van der Korst, 'Prospectusaansprakelijkheid van de uitgevende vennootschap: kapitaalbescherming tegenover beleggersbelangen', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 324-326.
- Kortmann 1991*, S.C.J.J. Kortmann, 'Interne draagplicht en regres', in: *Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 37, Deventer: Kluwer 1991, p. 53-69.
- Kortmann 2006*, J.S. Kortmann, 'Karamus/Nefalit: proportionele aansprakelijkheid?', *NJB* 2006, p. 1404-1412.
- Kortmann 2007*, J.S. Kortmann, 'PETL: General Conditions of Liability, Causation ('In Fact')', *AV&S* 2007, p. 151-157.
- Koslow 1991*, J. Koslow, 'Estimating aggregate damages in class-action litigation under Rule 10b-5 for purposes of settlement', *Fordham Law Review* 1991, p. 811-842.
- Krans 2005*, H.B. Krans, 'Een nieuwe aanpak van massaschade', *NTBR* 2005, p. 2-13.
- Kroeze 2004*, M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2004.
- Kroeze 2006*, Bange bestuurders (oratie Rotterdam), *Ondernemingsrecht* 2006, p. 4-14.
- Kroeze 2007*, M.J. Kroeze, 'Collectieve schadevergoedingsacties van aandeelhouders', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 57, Deventer: Kluwer 2007, p. 75-88.
- Langemeijer 1981*, G.E. Langemeijer, 'Causaliteit und keine ende', in: *Gratia Commercii* (Van Oven-bundel), Zwolle: Tjeenk Willink 1981, p. 115-120.
- Langevoort 1996*, D.C. Langevoort, 'Capping damages for open-market securities fraud', *Arizona Law Review* 1996, p. 639-664.
- Langevoort 2009*, D.C. Langevoort, 'Basic at twenty: rethinking fraud-on-the-market', <http://ssrn.com/abstract=1026316>, 2009.
- Lankhorst 1992*, G.H. Lankhorst, *De relativiteit van de onrechtmatige daad* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1992.
- Lefler & Kleidon 2005*, D.P. Lefler & A.W. Kleidon, 'Just how much damage did those misrepresentations actually cause and to whom?: damages measurement in "fraud on the market" securities class actions', in: *Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series* 2005, p. 285-304.
- Leijten 2005*, A.F.J.A. Leijten, 'De betekenis van de Wet collectieve afwikkeling massaschade voor corporate litigation', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 498-506.
- Lemstra 2005*, J.H. Lemstra, 'De (on)begrensde mogelijkheden van collectieve acties in het ondernemingsrecht', in: G. van Solinge, M. Holtzer & A.F.J.A. Leijten (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2004-2005, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 82, Deventer: Kluwer 2005, p. 299-310.

- Lemstra 2009*, J.H. Lemstra, 'Belangenorganisaties als procespartij', in: F.M.A. 't Hart (red.), *Collectieve acties in de financiële sector*, Amsterdam: NIBE-SVV 2009, p. 35-53.
- Lemstra & Neering 2009*, J.H. Lemstra & V.M. Neering, 'Civielrechtelijke handhaving', in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek beleggingsondernemingen*, Serie Onderneming en Recht, deel 51, Deventer: Kluwer 2009, p. 1045-1084.
- Lindenbergh 1998*, S.D. Lindenbergh, *Smartengeld* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1998.
- Lindenbergh 2007*, S.D. Lindenbergh, 'Inleiding. Vaststelling van schade en de rol van de deskundige daarbij', *NTBR* 2007, p. 428-434.
- Lindenbergh 2008 (Mon. BW B34)*, S.D. Lindenbergh, *Monografieën BW B34, Schadevergoeding: algemeen, deel 1*, Deventer: Kluwer 2008.
- Losbl. Onrechtmatige daad*, C.J.J.M. Stolker (red.), *Onrechtmatige daad*, Deventer: Kluwer (losbl.).
- Losbl. Rp.*, A. de Bos e.a. (red.), *Rechtspersonen*, Deventer: Kluwer (losbl.).
- Losbl. Schadevergoeding*, A.T. Bolt (red.), *Schadevergoeding*, Deventer: Kluwer (losbl.).
- Losbl. TFM*, D. Busch e.a. (red.), *Toezicht financiële markten*, Deventer: Kluwer (losbl.).
- Loss & Seligman 2004*, L. Loss & J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, New York: Aspen Publishers (5th ed) 2004.
- Van Luyn & Du Perron*, M. van Luyn & C.E. du Perron, *Effecten van de zorgplicht*, Deventer: Kluwer 2004.
- Maeijer 1962*, J.M.M. Maeijer, *Matiging van schadevergoeding* (diss. Nijmegen), Breda: Vermijs 1962.
- Mahony 1992*, P. Mahony, 'Precaution costs and the law of fraud in impersonal markets', *Virginia Law Review* 1992, p. 623-670.
- Maris & Boele 1994*, A.G. Maris & S.A. Boele, 'Prospectusaansprakelijkheid', *TVVS* 1994, p. 141-146.
- Mendel 1992*, M.M. Mendel, 'De 'Fraud on the market'-theorie', in: *Quod Licet* (Kleijn-bundel), Deventer: Kluwer 1992, p. 245-256.
- Mitchell & Netter 1994*, M. Mitchell & J. Netter, 'The role of financial economics in securities fraud cases: applications at the Securities and Exchange Commission', *Business Lawyer* 1994, p. 545-590.
- De Mol van Otterloo & Van Raay 2008*, H.M. de Mol van Otterloo & M.H. van Raay, 'Aansprakelijkheid bij niet-naleving van de biedingsregels', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 1043-1065.
- Mommsen 1855*, F. Mommsen, *Beiträge zum Obligationenrecht II, Zur Lehre von dem Interesse*, Brunswick 1855.

- Mulheron 2004*, R. Mulheron, The class action in common law legal systems: a comparative perspective (diss. Oxford), Oxford-Portland Oregon: Hart Publishing, 2004.
- Nass 2008*, E.C.A. Nass, 'Buitencontractuele aansprakelijkheid van de openbaar accountant als jaarrekeningcontroleur', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 185-192.
- Nederveen 2006*, A. Nederveen, Inleiding tot het federale effectenrecht van de Verenigde Staten, Deventer: Kluwer 2006.
- Nelemans 2007*, M. Nelemans, Het verbod van marktmanipulatie (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007.
- Newberg on class actions*, A. Conte & B. Newberg, Newberg on class actions, Thomson West, 4e druk, 2004 (met online updates).
- Newkirk 1991*, R.G. Newkirk, 'Sufficient efficiency: fraud on the market in the initial public offering context', *University of Chicago Law Review* 1991, p. 1393-1422.
- Nieuwenhuis 1982*, J.H. Nieuwenhuis, 'Privaatrecht in de jaren zeventig: de jaren van het voorspel', *NJB* 1982, p. 477-484.
- Nieuwenhuis 2002*, J.H. Nieuwenhuis, 'Eurocausaliteit; Agenda voor het Europese debat over toerekening van schade', *TPR* 2002, p. 1695-1736.
- Nieuwe Weme & Stevens 2006*, M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens, 'Publicatie van koersgevoelige informatie', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Marktmisbruik, Serie Onderneming en Recht*, deel 34, Deventer: Kluwer 2006, p. 155-234.
- Nieuwe Weme & Stevens 2008*, M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens, 'Publicatie van koersgevoelige informatie', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik, Serie Onderneming en Recht*, deel 34, Deventer: Kluwer 2008, p. 175-275.
- Nijhuis 2009*, O. Nijhuis, 'Massageschillen vanuit het perspectief van de rechterlijke macht', in: in: F.M.A. 't Hart (red.), *Collectieve acties in de financiële sector*, Amsterdam: NIBE-SVV 2009, p. 83-93.
- Oranje 2005*, D.J. Oranje, 'Artikel 3:305a BW dient te worden uitgebreid met de bevoegdheid tot het vorderen van een schadevergoeding in geld', in: G. van Solinge, M. Holtzer & A.F.J.A. Leijten (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 82, Deventer: Kluwer 2005, p. 289-297.
- Oranje & Henquet 2004*, D.J. Oranje & Th.S.M. Henquet, 'Collectieve actie in corporate litigation', in: G. van Solinge & M. Holtzer, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 75, Deventer: Kluwer 2004, p. 339-358.
- Parl. Gesch. Boek 6*, Parlementaire geschiedenis van het nieuwe burgerlijk wetboek: parlementaire stukken systematisch gerangschikt en van noten voorzien, Deel:

- Boek 6, Algemeen gedeelte van het verbintenissenrecht / door C.J. van Zeben en J.W. du Pon; m.m.v. M.M. Olthof, 1981.
- Van der Pauw & Stevens 1999*, A.E. van der Pauw & T.M. Stevens, 'Bookbuilding op de Nederlandse markt', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 73-78.
- Pijls 2008*, A.C.W. Pijls, 'Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 342-349.
- Pijls 2009a*, A.C.W. Pijls, 'Het bewijs van causaal verband bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk', *NTBR* 2009, p. 170-181.
- Pijls 2009b*, A.C.W. Pijls, 'Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2009, p. 183-192.
- Pijls 2009c*, A.C.W. Pijls, 'Misleidende berichtgeving op de beurs', *TvOB* 2009, p. 131-142.
- Polak 2006*, M.V. Polak, 'Iedereen en overal? Internationaal privaatrecht rond "massaclaims"', *NJB* 2006, p. 2346-2355.
- Poot 2006*, M.F. Poot, 'Internationale afwikkeling van massaschades met de Wet collectieve afwikkeling massaschade', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2005-2006*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 87, Deventer: Kluwer 2006, p. 169-202.
- Prechal 2005*, S. Prechal, *Directives in EC Law*, Oxford: Oxford University Press 2005.
- Raaijmakers 2009*, G.T.M.J. Raaijmakers, 'De financiële markt en het ondernemingsrecht' (oratie VU Amsterdam), *Ondernemingsrecht* 2009, p. 430-441.
- De Rooy 2003*, R.E. de Rooy, *Emissies op de Nederlandse kapitaalmarkt*, Deventer: Kluwer 2003.
- Schild 2009*, A.J.P. Schild, 'Het "condicio sine qua non"-verband bij de schending van een zorgvuldigheidsverplichting: enige wegen naar Rome', *RM Themis* 2009, p. 254-264.
- Van Schilfgaarde/Winter 2009*, P. van Schilfgaarde & J.W. Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009.
- Schoordijk 1997*, H.C.F. Schoordijk, 'Prospectusaansprakelijkheid, een garantieverplichting?', in: S.C.J.J. Kortmann (red.), *Onderneming en 5 jaar nieuw Burgerlijk Recht*, Serie Onderneming en Recht, deel 7, Deventer: Kluwer 1997, p. 329-346.
- Sharpe & Alexander 1990*, W. Sharpe, G. Alexander, *Investments*, Englewood Cliffs N.J.: Prentice Hall 1990.
- Snijders, Klaassen & Meijer 2007*, H.J. Snijders, C.J.M. Klaassen & G.J. Meijer, *Nederlands burgerlijk procesrecht*, Deventer: Kluwer 2007.
- Van Solinge 2000*, G. van Solinge, 'Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid', in: A-T-D, *Opstellen aangeboden aan prof.mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000.

- Stout 2003*, L. Stout, 'The mechanisms of market efficiency', *Journal of Corporation Law* 2003, p. 635-669.
- Strik 2005*, D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving in het licht van de Transparantierichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 146-153.
- Strik 2007*, D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid van bestuurders op grond van art. 2:139 en 150 BW', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 173-189.
- Strik 2009a*, D.A.M.H.W. Strik, 'De ondertekening van de 'in control'-verklaring en financiële verslaggeving naar Nederlands en Amerikaans recht', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 99, Deventer: Kluwer 2009, p. 129-166.
- Strik 2009b*, D.A.M.H.W. Strik, 'Ernstige verwijtbaarheid: tussen onrechtmatigheid en toerekenbaarheid; Over de 'inkleuring' van art. 6:162 BW door art. 2:9 BW', *Ondernemingsrecht* 2009, p. 660-671.
- Tabak 2007*, D. Tabak, 'Inflation and Damages in a Post-Dura World', NERA Economic Consulting 2007.
- Tabak & Dunbar 2001*, D. Tabak & F. Dunbar, 'Materiality and Magnitude: Event Studies in the Courtroom', in: R. Weil, M. Wagner & P. Frank (red.), *Litigation Services Handbook: The Role of the Financial Expert*, Wiley 2001, hoofdstuk 19.
- Tabak & Okongwu 2002*, D. Tabak & C. Okongwu, *Inflation methodologies in securities fraud cases: theory and practice*, NERA Economic Consulting, <http://ssrn.com/abstract=315919>, 2002.
- Tjittes & Meijer 2009*, R.P.J.L. Tjittes & R. Meijer, 'Franse en Europese lessen voor een prejudiciële procedure bij de Hoge Raad', *RM Themis* 2009, p. 164-175.
- Tzankova 2005*, I.N. Tzankova, *Strooischade, Een verkennend onderzoek naar een nieuw rechtsfenomeen*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2005.
- Tzankova 2007*, I.N. Tzankova, *Toegang tot het recht bij massaschade* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007.
- Tzankova & Van Doorn 2009*, I.N. Tzankova, 'Effectieve en efficiënte afwikkeling van massaschade: terug naar de kern van het collectieve actierecht', in: F.M.A. 't Hart (red.), *Collectieve acties in de financiële sector*, Amsterdam: NIBE-SVV 2009, p. 95-125.
- Van der Velden 2003*, J.W.P.M. van der Velden, 'Gronden van prospectusaansprakelijkheid', in: C.J.M. Klaassen e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt*, Serie Onderneming en Recht, deel 25, Deventer: Kluwer 2003, p. 673-697.
- Verkade 2009 (Mon. BW B49a)*, D.W.F. Verkade, *Monografieën BW B49a, Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten*, Deventer: Kluwer 2009.
- Visscher 2004*, L.T. Visscher, 'Het verbod op een collectieve schadevergoedingsactie uit art. 3:305a lid 3 BW rechtseconomisch gezien', *TMA* 2004, p. 80-86.

Visscher 2005, L.T. Visscher, Een rechtseconomische analyse van het Nederlandse onrechtmatigedaadsrecht (diss. Rotterdam), <http://repub.eur.nl>, 2005.

Wezeman 1998, J.B. Wezeman, Aansprakelijkheid van bestuurders (diss. Groningen), Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, deel 29, Deventer: Kluwer 1998.

Winter 2006, J.W. Winter, 'Corporate governance handhaving in de VS, EU en Nederland', in: M.J. Kroeze e.a., Verantwoording aan Hans Beckman (Beckman-bundel), Deventer: Kluwer 2006, p. 621-45.

AFKORTINGEN, TERMINOLOGIE

I	Eerste Kamer der Staten-Generaal
II	Tweede Kamer der Staten-Generaal
aant.	aantekening
Abs	Absatz
AFM	Autoriteit Financiële markten
AG	Aktiengesellschaft
A-G	Advocaat-Generaal
AktG	Aktiengesetz
AMvB	Algemene Maatregel van Bestuur
AR	Abnormal return
art.	artikel
BdJ	B.J. de Jong
bijv.	bijvoorbeeld
BJu	Boom Juridische uitgevers
Bm	Besluit Marktmisbruik
Bob	Bestuit openbare biedingen
BV	besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
c.q.	casu quo
c.s.	cum suis
C.F.R.	Code of Federal Regulations
Cal.	California
CAR	Cumulative abnormal return
CBB	College van Beroep voor het bedrijfsleven
cert.	certiorari
Cir.	Circuit
Colo.	Colorado
Conf. Rep.	Conference Report
Conn.	Conneticut
csqn	condicio sine qua non
D.	District
D.C.	District of Columbia
d.d.	de dato
def.	definitief
Del.	Delaware
diss.	dissertatie
DSI	Dutch Securities Institute
e.a.	en anderen

E.D.	Eastern District
EEG	Europese Economische Gemeenschap
EG	Europese Gemeenschap
EU	Europese Unie
e.v.	en volgende
F.2d	Federal Reporter, 2d Series
F.3d	Federal Reporter, 3d Series
F.R.D.	Federal Rules Decisions
F.Supp.	Federal Supplement
F.Supp.2d	Federal Supplement, 2d Series
Fed. Appx.	Federal Appendix
FIFO	First-in-first-out
Fla.	Florida
FR	Fondsenreglement
Fw.	Faillissementswet
Gesch.	Geschiedenis
H.R.	House of Representatives
HP	Hypothetische prijs
HR	Hoge Raad der Nederlanden
HvJ EG	Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.e.	id est
Ill.	Illinois
Inc.	Incorporated
jo.	juncto
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
Kan.	Kansas
KCD	Klachtencommissie DSI
KCHB	Commissie van Beroep inzake Klachtencommissie DSI
Kifid	Klachteninstituut financiële dienstverlening
LIFO	Last-in-first-out
Lit.	Litigation
LJN	Landelijk Jurisprudentie Nummer
losbl.	losbladige
Ltd.	Limited
m.nt.	met noot
Mass.	Massachusetts
M.D.	Middle District
Mich.	Michigan
mln.	miljoen
Mo.	Missouri
Mon.	Monografieën

Mont.	Montana
mr.	meester
N.D.	Northern District
N.H.	New Hampshire
N.J.	New Jersey
N.Y.	New York
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
nr.	nummer(s)
NTBR	Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk recht
NYSE	New York Stock Exchange
NV	naamloze vennootschap
n.v.t.	niet van toepassing
p.	pagina
Pa.	Pennsylvania
Parl.	Parlementaire
PbEU	Publicatieblad van de Europese Unie
PLI/Corp.	Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series
PLSRA	Private Securities Litigation Reform Act
prof.	professor
q.q.	qualitate qua
r.o.	rechtsoverweging
Rb.	rechtbank
red.	redactie
Reg.	Regulation
RM	Rechtsgeleerd magazijn
Rv	Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering
RvC	raad van commissarissen
RvdW	Rechtspraak van de Week
s.	section
S.Ct.	Supreme Court Reporter
S.D.	Southern District
S. Rep.	Senate Report
SEC	Securities Exchange Commission
Sec.	Securities
Sr	Wetboek van Strafrecht
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
T&C	Tekst & Commentaar
Tex.	Texas
TFM	Toezicht financiële markten
TMA	Tijdschrift voor Milieuaansprakelijkheid

TPR	Tijdschrift voor Privaatrecht
TvOB	Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur
TVVS	Maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen
U.S.	United States Reports
U.S.C.A.	United States Code Annotated
v.	versus
Va.	Virginia
vgl.	men vergelijk
VU	Vrije Universiteit
W.D.	Western District
WED	Wet op de economische delicten
Wft	Wet op het financieel toezicht
WL	Westlaw
WODC	Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum
WP	werkelijke prijs
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht Notariaat en Registratie

Trefwoorden

Aansprakelijkheid

- accountant 2.3.2.c, 2.3.3.c
- begeleidende bank 2.3.2, 2.4.2
- bestuurder 2.3, 2.4
- commissaris 2.3, 2.4
- proportionele - 5.3.2.e, 5.3.2.h
- risico- 2.4.3, 2.5.3.d, 4.6.4
- voor het verlies van een kans 5.3.4.b

Abetting 4.5.2.f

Abnormaal rendement → zie Event-study

Accountant 2.1.2, 2.3.2.a-c, 2.3.3.c, 2.6.3.b, 4.5.2.e, 4.5.2.g, 4.5.3.d, 4.6.4, 5.3.2.c, 5.3.2.h, 5.4.4.c, 7.3.4.c, 7.4.3.c

Adequacy of representation-test 3.5.1, 6.5

Afgaan op een misleidende voorstelling

4.5.2, 4.6.2, 7.3.3

Afgeleide instrumenten → zie Derivaten

Aftermarket 3.2.2.a, 3.2.3.a, 4.4.1.k

Aiding 4.5.2.f

Analisten 5.2.1.c, 5.2.1.g-i, 5.2.3.d, 7.4.1

Arbitrageurs 5.2.1.d, 6.4.2.c, 7.4.1

Belang (art. 3:303 BW) 6.3.2

Belangenconflicten tussen beleggers 6.3.3, 6.5.2-4, 7.5.2, 7.5.4

Belangenorganisatie 2.7.1-2, 6.3, 6.5, 7.5.2, 7.5.4

Beleggingsindex 4.4.1.m, 7.3.2

Beleggingsprofiel 5.3.2, 5.3.3.b-c, 5.3.4.a-b, 5.4.2.b, 6.2.2, 7.4.3.b, 7.5.1

Beleggingsrisico 2.5.3.e, 4.5.3.c-e, 4.5.4.d-e, 5.3.2.e, 5.3.4.a, 7.4.3.b

Benchmark 4.6.2.e, 5.3.2.e, 5.3.4.a

Bespeaks caution 3.3.2.b

Bestendige gedragslijn 5.3.4.a

Bestens 4.6.2.c, 5.4.4.b

Bestuurder 2.1.3.a, 2.2, 2.3.2.a-c, 2.3.3.a-b, 2.3.4.c, 2.4.3-4, 2.6.3.b,

4.5.2.e, 4.5.2.g, 4.5.3.d, 4.6.4, 5.3.2.c-d,

5.3.2.h, 5.4.4.c, 6.5.5.b-c, 7.3.4.c, 7.4.3.c

Bewijslast, verlichting 5.3.2.b e.v.

Bewijswaardering 5.3.2.a-b

Billijkheidscorrectie 2.5.4.b, 4.6.2.a

Bookbuilding-methode 4.4.1.k

Bubble → zie Luchtbel

Buitengerechtelijke kosten 2.7.1.c, 6.3.3

Bundelbaarheid van vorderingen 2.7.1.b, 6.2.2, 6.3, 6.5, 7.5

Causaal verband

bewijs van - 5.3.2-3, 7.4.3, 7.5.4

condicio sine qua non-verband

2.5.3.a-b, 4.4, 4.5.2, 5.3.2-3, 5.4.2, 7.2, 7.3.3.a, 7.4.3, 7.5.4

loss causation 3.3.2.e-f, 4.5.3.h-k, 6.5.3

relatie - en relativiteit 2.6

toerekening naar redelijkheid

2.5.3.c e.v., 4.5, 5.4.3, 7.2, 7.3.3

Certificering/certification 3.5.1, 6.5

Cessie ter incasso 2.7.1.d

Circulariteit 6.5.5.b

Class action 3.5, 6.5

Collectieve actie 2.7.1, 6.3, 6.5, 7.5.2, 7.5.4

Collectieve schikking 2.7.2, 6.4, 7.5.3

Commissaris 2.1.3.a, 2.2, 2.3.2.a-c, 2.3.3.a-b, 2.3.4.c, 2.4.3-4, 2.6.3.b, 4.5.2.e, 4.5.2.g, 4.5.3.d,

4.6.4, 5.3.2.c-d, 5.3.2.h, 5.4.4.c, 6.5.5.b-c,

7.3.4.c, 7.4.3.c

Commonality-test 3.5.1, 6.5

Compensatiedoelstelling 6.5.5.b

Condicio sine qua non-verband → zie Causaal verband

“Constant percentage”-methode 5.2.3.e

“Constant dollar/ribbon”-methode 5.2.3.e

“Constant true value”-methode 5.2.3.e

Contributory negligence 4.6.1

Damage scheduling 6.4.3, 7.5.3

Deflatie → zie Kunstmatige deflatie

Derivaten 2.6.5.b

Deskundigenrapport 2.7.1.c, 5.2.3, 5.3,

5.4.2, 6.2.2, 6.3, 6.5.2, 7.5.1-2, 7.5.4

Discovery 3.3.3.c	Lastgeving 2.7.1.d
Draagplicht 5.4.1	Lead manager 2.1.2, 2.3.2.b, 2.3.2.c, 2.4.2, 4.5.2.g, 4.6.4, 7.3.4.c
Dwaling 1.3, 2.5.3.b	Lead plaintiff 3.5.2, 6.5.3.c, 6.5.4.a, 6.5.5.a
Economic loss 3.3.2.f	LIFO-methode 4.4.1.d-e, 4.5.3.d
Efficiëntie → zie Marktefficiëntie	Luchtbel 4.2.3, 4.4.3, 4.5.3.g, 4.6.2.e, 5.2.1.a, 5.4.3, 5.4.4.b, 7.3.3.c
Efficiënte markt hypothese (EMH) 4.2.2-4	Kansschade → zie Schade
Eigen schuld 2.5.4.b, 4.6.2-3, 5.4.4.b, 6.2.2, 6.4.2.e, 6.5.2, 6.5.4.c, 6.5.5.a, 7.3.3.a, 7.3.4.b, 7.5.4.d-e	Koersreactie, residuele 4.4.1.b e.v., 4.5.3-4, 5.2.3, 5.3.2-4, 5.4.2, 6.2.2, 6.3.2, 6.4.3.b, 6.5.2-3, 7.3.3.c, 7.4.3.a-b, 7.5.4.b
Event-study 5.2.3, 5.3.2, 5.3.4.a, 5.4.2.b, 7.4.2, 7.4.3	Kunstmatige deflatie 4.3, 4.4.2, 5.2.3
FIFO-methode 4.4.1.d-e, 4.5.3.d	Kunstmatige inflatie 4.3, 4.4.1, 5.2.3, 7.3.2
Float 6.4.2	Market maker 5.2.1.d, 5.2.1.h, 6.4.2.e, 7.4.1
Foreign cubed zaken 4.5.2.f, 6.5.5.b	Marktefficiëntie 2.6.5.a, 4.2, 4.4.3, 4.5.2.f-g, 4.5.3.g, 4.6.2.a, 4.6.2.e, 5.2, 5.3-5, 6.5.2, 7.3.3.c, 7.4.1
Fraud-on-the-market-vermoeden 4.5.2.f, 5.3.2.g-h, 6.5.2.a	Marktkapitalisatie 5.2.1.f, 5.2.1.h, 7.4.1
Fundamentele waarde 2.6.5.a, 4.2.2-4, 4.5.2.f, 4.5.3.g, 4.6.2.a, 5.2.1.g, 5.2.1.i	Marktmodel 5.2.3.c
Gelijksoortigheid van belangen 2.7.1, 6.3, 6.5, 7.5	Massaschade → zie Schade
Groepsacties → zie Collectieve actie	Materialiteit/materiality 3.2.2.a, 3.2.3.a, 3.3.1, 3.3.2.b, 3.4, 4.5.4.g-h, 5.3.2.a, 5.3.2.f-g, 5.5.2.c
Halfjaarrekening 2.3.3, 2.4.3, 4.4.1.a	Matiging 4.6.4, 5.4.4.c, 7.3.4.c
Halfjaarverslag 2.3.3, 2.4.3, 4.4.1.a	Misleidende handelspraktijken 2.3.2.b
Handelspraktijk, zie Misleidende handelspraktijk	Misleidende reclame 2.3.2.c
Handelsvolume 5.2.1.b, 6.4.2, 7.4.1	Numerosity-test 3.5.1, 6.5.1
Hype → zie Luchtbel	Omkeringsregel 5.3.2.c, 5.3.2.h
Hypothetische prijslijn 4.3-5, 5.2.2-3, 5.3, 5.4, 7.4.2	Oneerlijke handelspraktijken 2.3.2.b
In-and-out trades 4.4, 2.5.4.a, 4.5.3, 6.3.3, 6.4, 6.5.4	Opties 2.6.5.b
“In control-verklaring” 2.1.3.a	Opt-out 2.7.2.d, 6.5.1, 6.5.4.a, 7.5.4.a
Index-methode 5.2.3.e	Paniekprijs
Inflatie → zie Kunstmatige inflatie	- en toerekening naar redelijkheid 4.5.3.f
Informatieverplichtingen 2.1, 3.1	- en eigen schuld 4.6.2.d
Initial public offering (IPO) 4.3, 4.4.1.k, 4.5.2.f, 4.5.3.k, 5.2.3.e, 5.3.2.g, 5.3.4.c, 6.5.4.a	Predominance-vereiste 3.5.1, 6.5
Integriteit van de beurskoers 4.5.2.f, 4.6.1, 4.6.2.a, 5.3.2.g	Prejudiciële vragen 2.7.3, 5.4.3, 5.4.4.a-b
Jaarrekening 2.1.3, 2.3.3, 2.4.3, 4.4.1.a	Preventiedoelstelling 6.5.5.c
Jaarverslag 2.1.3, 2.3.3, 2.4.3, 4.4.1.a	Prijslijn 4.3-5, 5.2.2, 7.4.2
	Primaire markt 4.4.1.a, 4.4.1.k, 4.5.2.f, 4.5.2.g, 4.6.2.a, 5.3.2.h, 5.3.4.c, 6.5.2.a, 7.3.2, 7.4.3.b

- Processueel belang → zie Belang bij de vordering
- Procesvolmacht 2.7.1.d
- Proportionele aansprakelijkheid 5.3.2.e, 5.3.2.h, 5.4.2.a
- Prospectusaansprakelijkheid 2.3.2, 2.4.2, 2.6.2
- Provisie → zie Transactiekosten
- PSLRA (Private securities litigation Reform Act) 3.2.4, 3.3.3, 3.5.2, 4.5.3.k, 5.3.2.g, 6.4.2.f
- Rechtsmacht 2.7.2.e
- Registration statement 3.1, 3.2.1-2, 3.4, 4.5.2.f, 4.5.3.l, 4.5.3.n, 5.3.4.c
- Relativiteit 2.6, 4.5.2.g, 4.4.1.l
- Reliance 4.5.2.f-g, 5.3.2.f-h, 6.5.2
- Representativiteit 2.7.2.c, 2.7.2.e, 3.5.1, 6.5, 7.5.3, 7.5.4.a
- Regel 10b-5 3.3, 3.4, 4.5.2.f-g, 4.5.3.h, 4.5.3.l, 4.5.3.n, 4.5.4.g, 4.6.1, 5.3.2.b, 5.3.2.f-h, 6.5.2, 6.5.4.a, 6.5.5.c-d
- Residuele koersreactie → zie Koersreactie
- Sarbanes Oxley-certificaat 3.1
- Schade
- afgeleide - 2.5.2.c, 4.5.3.f
 - begrip 2.5.2.a-b
 - geaggregeerde - 6.4, 6.5.4.b
 - gederfde winst 2.5.2.a, 2.5.3.b, 4.1, 4.4.1.i, 4.4.2.a, 4.5.3.e, 6.3.2, 6.4.3.c-d, 7.3.2
 - gevolg- 4.5.3.f
 - kans- 5.3.4.b
 - transactiekosten 1.3, 4.4.1.b-c
 - verlies 2.5.2.a
 - vertragings- 1.3
- Schadebegroting 2.5.2.b, 5.3.4
- Schadebeperking 2.5.4.b, 4.6.3, 7.3.4.b
- Schadestaatprocedure 5.5
- Schikking → zie Wet collectieve afwikkeling massaschade
- Schuld → zie Toerekenbaarheid
- Scienter 3.3.2.a, 3.3.2.c, 3.3.3.b, 3.4
- Seasoned equity offering (SEO) 4.4.1.k
- Sectorinvloeden 4.4.1.b, 5.2.3.c
- Secundaire markt 1.4, 2.6.2, 3.2.2.a, 4.4.1.a, 4.4.1.k, 4.5.2.g, 4.5.3.k, 4.6.4, 5.3.2.g, 5.3.4.c, 6.5.2.a, 6.5.5.b, 7.3.3.a, 7.4.3.b
- Short sellers 2.6.5.a, 4.4.1.l, 4.4.2.d, 4.5.3.a, 4.5.3.d, 4.5.4.a, 4.5.4.d, 4.6.2.a, 5.4.4.b, 6.5.2
- Subclass 3.5.1, 6.5
- Superiority-test 3.5.1, 6.5
- Toepasselijk recht, collectieve schikking 2.7.2.e
- Toerekenbaarheid 2.4
- Toerekening naar redelijkheid 2.5.3, 4.5, 5.4.3, 7.2, 7.3.3
- Trading model 6.4.2, 7.5.3
- Transactiecausaliteit 2.5.3.b, 4.4, 4.5, 5.3.2, 6.5.2, 7.2
- Transactiekosten → zie Schade
- Typicality-test 3.5.1, 6.5
- Value line → zie Hypothetische prijslijn
- Verwijtbaarheid 2.4, 2.5.4.c, 4.6.4, 5.3.4.a
- Voordeel 2.5.4.a, 4.4.1.e-g, 4.4.1.l, 5.3.3.a, 5.3.4.a, 5.4.4.a, 6.3.3, 6.4.2.e, 6.5.4.a, 7.3.4.a
- Voorzienbaarheid 2.5.3.c-d, 2.5.3.f, 4.5.2.g, 4.5.3.c, 4.5.3.e, 4.5.3.f, 4.5.3.j, 4.5.4.b-d, 4.5.4.h, 7.3.3.c
- Weerlegbaar vermoeden 5.2.3
- Wet collectieve afwikkeling massaschade (Wcam) 2.7.2, 6.4, 7.5.3
- Wettelijke rente 1.3, 4.5.3.a, 4.5.4.a, 6.3.2

CURRICULUM VITAE

Bas de Jong (1980) studeerde rechten (cum laude) en bedrijfseconomie (cum laude) aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Voorts rondde hij een economische onderzoeksmaster af aan het Tinbergen Instituut, het economische onderzoeksinstituut van de Erasmus Universiteit Rotterdam, de Universiteit van Amsterdam en de Vrije Universiteit.

In de periode dat De Jong verbonden is aan het Van der Heijden Instituut (Radboud Universiteit Nijmegen), publiceerde hij naast diverse artikelen en annotaties tevens in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken het boek *Publicatie van de jaarrekening*, tezamen met prof. mr. M.P. Nieuwe Weme. Sinds medio 2007 is De Jong docent en eindverantwoordelijke voor het vak Economie, rechtseconomie en balanslezen aan de Nijmeegse faculteit.

Van februari tot en met mei 2009 deed De Jong als *visiting scholar* onderzoek aan de Columbia Law School in New York, met behulp van een Fulbright-beurs voor promovendi.

